全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

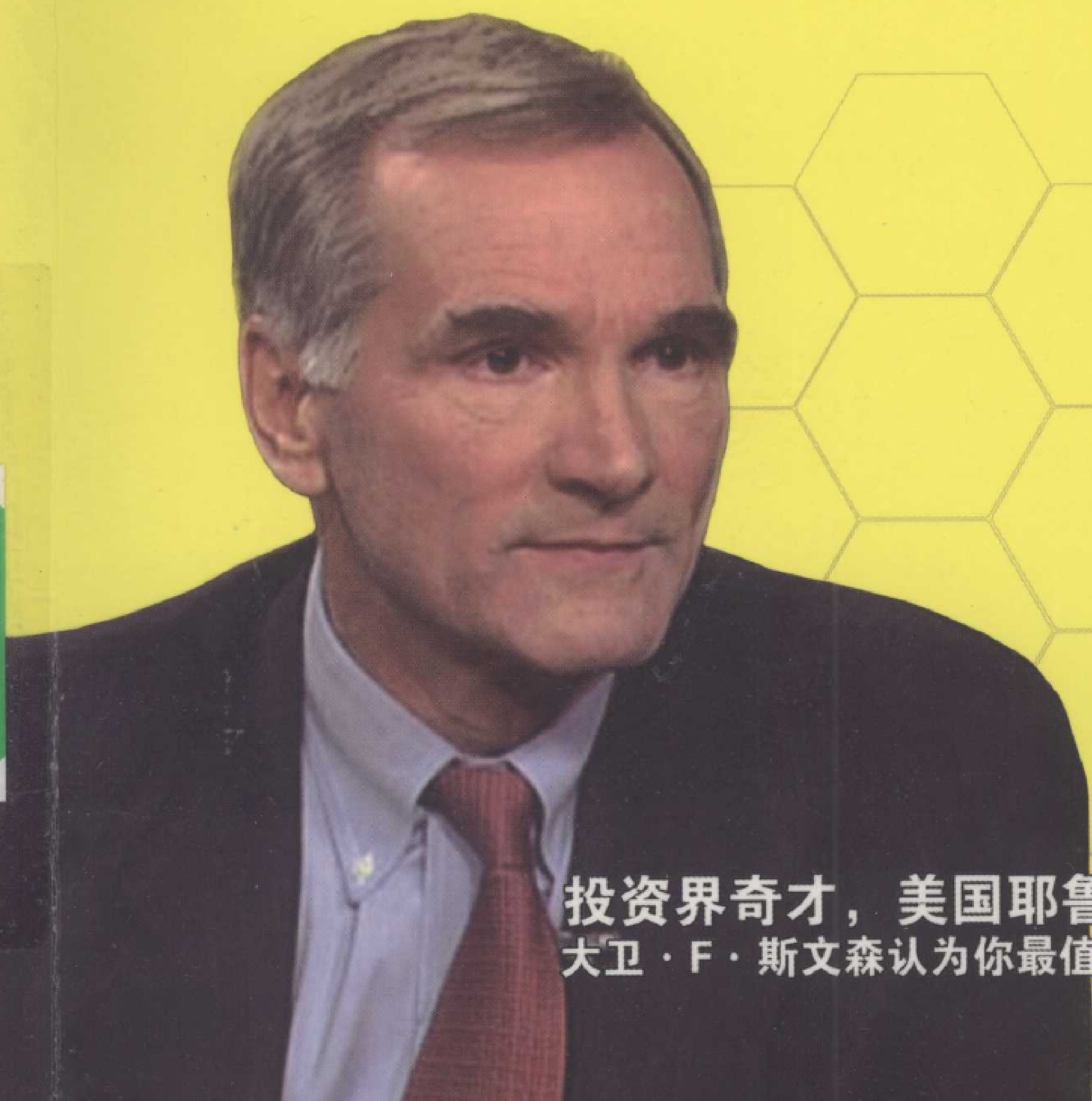
Unconventional success

A Fundamental Approach to Personal Investment

不落俗套的成功

——最好的个人投资方法

[美] 大卫·F·斯文森 著
David F. Swensen



投资界奇才，美国耶鲁大学投资总监
大卫·F·斯文森认为你最值得拥有的投资方法



中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货
理 想 藏 书 5 5 1 8 8

Unconventional Success

A Fundamental Approach to Personal Investment

不落俗套的成功

——最好的个人投资方法

·F·斯文森 著
l F. Swensen

中国青年出版社
CHINA YOUTH PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不阝
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户
www.55188.com
理想藏书55188

图书在版编目(CIP)数据
不落俗套的成功:最好的个人投资方法/(美)斯文森著;武倩译.
—北京:中国青年出版社，2009.4
ISBN 978-7-5006-8708-5
Ⅰ.不… Ⅱ.①斯… ②武… Ⅲ.基金-投资-通俗读物
Ⅳ.F830.59-49
中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 038995 号

Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment
Copyright © 2005 by David F.Swensen
Simplified Chinese translation copyright © 2009 by China Youth Press
ALL RIGHTS RESERVED

不落俗套的成功:最好的个人投资方法

作　　者：〔美〕大卫·F·斯文森
译　　者：武　倩
策划编辑：古秋建
美术编辑：朱　建
出　　版：中国青年出版社
发　　行：北京中青文图书有限公司
电　　话：010-65518035/65516873
网　　址：www.cyb.com.cn　www.antguy.com
制　　作：中青文制作中心
印　　刷：北京凌奇印刷有限责任公司
版　　次：2009 年 4 月第 1 版
印　　次：2009 年 4 月第 1 次印刷
开　　本：889×1194　1/20
字　　数：227 千字
印　　张：17
京权图字：01-2008-0529
书　　号：ISBN 978-7-5006-8708-5
定　　价：36.00 元

我社将与版权执法机关配合大力打击盗印、盗版活动，敬请广大读者协助举报，经查实将给予举报者重奖。
举报电话：
北京市版权局版权执法处
010-64081804
中国青年出版社
010-65516875
010-65516873

中青版图书，版权所有，盗版必究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录 CONTENTS

中文版序 我们不必学习巴菲特 005
本书简介 009
概 述 015

第一部分：资产配置 033

第 1 章 核心资产类别 037
第 2 章 投资组合的构建 079
第 3 章 非核心资产类别 089

第二部分：择时交易 139

第 4 章 追逐业绩 142
第 5 章 再平衡 169

第三部分：证券选择 185

第 6 章 共同基金的业绩亏损 191
第 7 章 共同基金失败的明显原因 203
第 8 章 共同基金业绩不佳的深层原因 247
第 9 章 在主动管理中取胜 269
第 10 章 另一种选择——交易所交易基金 285

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记　盈利性共同基金的失败　309

附　录 1　投资盈亏的衡量　331
附　录 2　阿诺特、柏金和叶甲对共同基金收益的研究　333

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中文版序

我们不必学习巴菲特

手中的样稿书名叫《不落俗套的成功》，是中国青年出版社即将出版的美国投资界的传奇人物大卫·F·斯文森(David F.Swensen)的杰作。关于投资主管、价值80亿美元的耶鲁“财神”斯文森，在好多人看来，其最让人津津乐道的恐怕是他所主管的“耶鲁捐赠基金”令人乍舌的业绩：20多年来，创造出16.1%的年平均回报率，其他大学无人与他匹敌！而在我看来，这部来自于他的经验总结的著作，比他主管的基金对于投资者、对于人类的贡献要大得多得多，所谓“授人以鱼，勿如授人以渔”是也！

读他的书让我想到不能让我私自独享的更多东西。

最近怀旧的倾向似乎有所恢复，不经意间再一次复习1986年买的商务印书馆出版的亚当·斯密的《国民财富的性质和原因的研究》。亚当·斯密之无人能望其项背的地位是我再读以后再一次强烈感受到的。他对赖以决定经济模式的人性的深刻剖解、他雕塑的那只“看不见的手”，今天依然指导和左右着不仅仅是伦敦、华尔街人们的生活，就像当前的金融危机不可理喻地不仅仅影响到老爷、太太，也影响到家庭保姆的生活一样。但亚当·斯密并不是天然就坐上了“自由经济灯塔”这个显赫的宝座。大到整个实体经济的走向，小到证券交易所的交易，关于这只“手”到底能不能看见，能见度到底多少，一直是投资界争论的焦点，于是在经济、投资学说里，就有了“市场效率理论”。“市场有效论”者认为，市场在“看不见的手”的魔法下就像人们随机漫步那样让人不可捉摸，所有当前的价格已经充分反映了足以引起投资标的价格变动的信息，短期的市场是不可预测的，人们不可能从昨天的价格预测明天的价格趋势。而“市场无效论”者则刚好相反，典型代表是崇拜“择时交易”策略的技术派——我们非常“敬仰”的冠冕堂皇坐在电视台演播厅高谈阔论日均线、“金叉”、“死叉”，机构资金净流入、净流出，告诉你压力位在哪儿、支撑位在哪儿，多少价位可以买入、多少价位又可以卖出的股评先生(他们中极少数智者偶

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然也谦卑地调侃自己不过是"小股评")。

我们有千万个理论和几百年的实践来否定"市场无效论",但通过斯文森提炼的结晶,我们只需要列举这么几条:1.从古至今,除了对市场的操纵和举建"老鼠仓"等卑劣的手段,我们几乎没有看到采取"择时交易"策略的伟大投资家。2.如果大家都知道十字街头可以拣到百元钞票,那钞票就很快不在了。同样的道理,如果有一种策略能够让大家知道某只股票能涨,那这只股票因为没人会卖掉,所以交易本身就不存在了。3.我无意拿名人来唬人。但在看亚当·斯密的时候,我很容易地想到了他的忠实信徒,那位自由资本主义的卫道士,第一个站出来谴责伊拉克战争纯粹是石油战争、在位长达18年的前美联储主席艾伦·格林斯潘先生。这位虽被人调侃说了一辈子"废话"的主席,他的话却曾经差点成为华尔街的《圣经》,甚至连他仅仅装了几个热狗的公文包都成为记者判断美国经济走势的"晴雨表"。但十分讽刺的是,这位看似料事如神的长者在他2007年的著作《我们的新世界》里用赞赏的口吻引用美国前财长巴布·鲁宾的话说,"第一,没有任何方法可以明确知道股市是高估还是低估。其次,你无法对抗市场,因此,谈论市场根本发挥不了作用。第三,你说的任何话,很可能会倒打一耙,伤害你的信誉。大家就会知道,其实你没有比其他人懂多少。"我理解他说的意思是,如果预测模型总是有用,那么就没有经济学家,而只剩下统计学家了。在《先知预示的未来》一章中,他说,"也许有一天,投资人有能力度量何时市场偏离理性转向非理性,但我很怀疑。人类天生从兴奋摆荡到恐惧,再摆荡回来的倾向似乎永远存在:数代的经验似乎无法磨炼这种倾向。我同意我们从经验中学习,而且从某个观点看,我们的确如此。"但"突然发生的恐惧或兴奋是无人可以预期的现象"。凭良心说,即使"市场有效论"不能解释市场的崩盘现象,作为主流思想,"微弱式有效市场"总是站在胜利领奖台上。

就"市场有效论"的胜利来说,很多人将华尔街教父本杰明·格雷厄姆看作里程碑式的人物,但很遗憾的是,即使你不看他的《证券分析》和《聪明的投资者》,仅仅看他的回忆录,你就会发现,就一般投资者的有限知识准备情况而言,他们是不可能学得了格雷厄姆的(更何况就当前金融危机暴露的内幕看,就连国际上最著名的金融机构也往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往会做出业余赌徒做的傻事啊)。虽然沃伦·巴菲特自称坚守“买入并长期持有”的投资策略,但作为格雷厄姆的嫡传弟子,他又说:“在我的血管里,80%流着格雷厄姆的血……”因此,同样的道理,我们因为学不了他,所以不必学他。

纵然我们知道“市场有效论”的正确,但我们却学不了巴菲特。无奈之下,我们知道做一个成功的投资人的最俗套的想法,无疑是买入主动管理的基金,然后长期持有。然而,这事情也许同样困难。就我们对基金的观察来看,到目前为止,有迹象表明,“风水轮流转”是对基金业绩的最好诠释,基金业绩的稳定性远远有待验证。我们以前很少知道个中原因。我们很幸运,我们有大卫·F·斯文森先生的《不落俗套的成功》让我大开眼界。他不单单告诉你“市场有效论”的正确,最值得推崇的是,在“普通投资者所面临的障碍几乎是不可逾越的”困难面前,斯文森用大量理论和实证的资料给我们给我们指点了迷津:他与一般泛泛的投资建议的最大区别在于,他认为只有超凡脱俗才能得成功。所谓超凡脱俗就是,回避主动管理型基金,选择诸如先锋集团(Vanguard)、美国教师保险及年金协会(TIAA-CREF)等对投资者友善的非盈利性投资公司。我不得不佩服他超凡脱俗的神奇建议。

我愿借用先锋集团的创始人兼前任首席执行官约翰·C·伯格(John C. Bogle)(中国青年出版社出版有其著作《伯格谈共同基金》)的一段话结束这个《序》:

“共同基金的管理人和推销人不会喜欢大卫·斯文森缜密而睿智的个人分析,即由于基金业‘对投资者的系统性剥削’而会遭遇‘惨败’。大卫·斯文森是美国最成功和最富有正义感的理财经理之一,这本书集合了他的思想与智慧,他将会改变你对共同基金的看法。你早就应该听从他在这本好书中提出的那些极为简单的投资建议。”

傅 慎

“我爱我的基民”博主

2009 年 3 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书简介

约翰·梅纳德·凯恩斯曾写道："世俗告诉我们：非传统的失败要比非传统的成功更好听一些"。凯恩斯的这条至理名言深入到了投资界的每个角落。事实证明，盲目跟从大多数人的意见其实是不明智的，因为，经常被涉足的路往往会让人失望。而在经过深思熟虑后，走一条与众不同的路，一般是明智的，因为一条鲜有人涉足的道路会提供更大的成功机会。

逆向投资

追求反传统战略是对投资者的极大挑战。出于本性，人们都更喜欢追寻历史悠久(传统)战略所带来的安逸。和为数众多的其他公民共享成果，使社会关系得到相互加强。但不幸的是，舒适很少会缔造成功。

数百万的共同基金投资者都觉得高枕无忧，认为和其他想法相同的投资者一起购买基金，并且聘用高素质的投资管理人为其提供专业化的服务，就能够带来高收益，但最终看来，大多数人的意见绝对是不明智的，因为有证据表明：共同基金在绝大多情况下都不能履行其诺言。采用一种非传统的方法，才更有可能取得投资上的成功。

《不落俗套的成功——最好的个人投资方法》就建议投资者们聘用非盈利性的基金管理公司，从而形成一个广泛多元化、被动管理型的投资组合。要知道，绝大多数的共同基金资产都在盈利性管理公司的控制之下。还要知道，绝大多数个人的投资组合对国内有价证券的配置情况影响着投资结果。更要知道，绝大多数的共同基金试图获得超越市场平均水平的收益，而模拟市场的投资策略则相反。

在公众眼中，逆向投资者面临一个双亏的难题。当逆向投资方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不能赶超当前的市场宠儿时，更新潮的投资者就会嘲笑那些和他们想法不一样的独立思考者。而当逆向投资方法占优势时，追求一致共识的市场参与者又会谴责那些非传统投资者不负责任。不管投资结果如何，非主流投资者从外界得到的始终是冷冰冰的“安慰”。

逆向投资者要意志坚定地购买和持有非传统的投资组合，如果对于精心构建投资组合所使用的基本准则没有坚定的信念，那意志不坚定的投资者就可能遭受灾难性的打击。如果反传统的投资策略业绩不佳就选择放弃，并转而采用一种刚有一番不错业绩的传统投资方法，投资者就会低卖高买。在这些普通投资者放弃反传统策略之后一段时间，理智又占据了上风。近期表现抢眼的传统投资方法开始褪去光芒，而近期不被看好的逆向投资组合开始大放异彩。低卖高买的投资者尝到了苦果。

如果用最简单的形式，《不落俗套的成功》里的信息只需要几页就可以描述一个多元化、股票型、被动管理型的投资组合，执行这一方案应该选择非盈利性的投资管理公司。不幸的是，事先设计好的推荐策略对那些时间有限的投资者们几乎没什么帮助。投资成功需要信念，而这种信念源自对这个投资组合的构建原理有基本的了解。除非投资者真正相信这种非传统的资产管理方法有效并且正确，否则，最终的结果几乎肯定不能经受起各种市场力量的考验。

未经思考就轻率做出的反向回应造成的最终结果，会和传统方法一样不尽如人意。追求一致共识的策略在一段长时间内通常能取得骄人的收益，这就使那些反复无常的逆向投资者处境尴尬。这种共识在某些情况下是正确的，这就搅乱了逆向投资者的生活。除了站在当日市场交易的相反立场，投资成功还需要很多。深思熟虑的投资者对于为何选择反传统的投资方法有了基本了解之后才会制订投资方案。

《不落俗套的成功》试图赋予投资者采取逆向策略的知识和勇气。本书列举了很多吞噬主流投资者资产的圈套，从而为如何避免这些圈套提供了经验教训。本书描绘的尚不流行的投资方法吸引了反传统的投资者，为他们提供了新的选择。如果说“理解带来信念”，那么知识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将是投资成功所必不可少的要素。

公共政策问题

虽然《不落俗套的成功》一书的主要目的是向个人投资者描绘一个明智的投资框架，同时也涉及了一些与美国工人退休保障息息相关的公共政策问题。要想享受舒适的退休生活，必须现在就开始积累财富，而这个责任越来越多地落到个人身上。近几十年来，雇员自己管理的退休金方案取代了由雇主负责的退休金方案，责任从雇主转移到雇员，使原本管理有方、低成本的投资方案基本上都变成了管理不善、高成本的方案。雇员管理型的退休金方案日益增多，威胁着数百万美国人的退休保障。

由雇主赞助、收益固定的方案日益减少，这一趋势似乎已经不可逆转。雇主不喜欢这种固定收益型方案，因为它承诺向退休者支付余生的养老金，这项义务既艰巨又变数极多，而要履行这一义务，还需要注入一笔庞大而不固定的资金。雇员也不喜欢这种收益固定的方案，因为它不能明确未来退休金的数量和及时性，在大众眼中，固定收益型方案是不受欢迎的。

类似的，由雇员负责的固定缴款型方案日益增长，这种趋势看上去也是不可逆转的。雇主喜欢固定缴款型的方案，因为他们所承担的义务不但有限而且界定清楚。雇员也喜欢固定缴款型方案，因为它可以清晰地描述账户价值。在民意的争夺中，固定缴款型方案战胜了固定收益型方案。

不幸的是，固定缴款型方案并未成功，有些雇员拒绝参与，其他雇员参与程度也不足以积累足够的退休储蓄金。当雇员更换工作时，过多的储蓄金被折算成现金，收益也被他们花掉了。固定缴款型方案的自愿参与性是威胁未来退休保障的第一个因素。

高成本的投资选择是退休保障面临的第二个威胁。固定缴款型方案的投资产品名单反映出了共同基金业推销的投资产品。结果，虽然业绩平庸，投资者却要付出高额费用。可供固定缴款型方案的参与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



者使用的投资工具远远不够，离“足够”的最低标准还差很多。

退休保障的第三个障碍是参与者的投资管理专业知识不够。绝大多数人都缺乏必要的专业知识以保证他们能在竞争激烈的投资市场上取得成功。不合理的资产配置、考虑不周的主动管理以及不合法的择时交易，都是个人投资者易犯的错误。即使在全国进行大力教育，几乎也不可能培养出高效投资的国民。

要解决退休储蓄金问题，合理的政策应是将固定收益型方案置于个人退休金方案的中心，并在周围辅之以固定缴款型方案。但不幸的是，政府的意见似乎相反。布什政府提议允许“个人自愿将他们的社会保障税的一部分投资于个人的退休金账户”，这使个人投资者肩负了更大的责任。社会保障的部分私有化使个人要决定如何投资部分退休金资产，这给那些本身已肩负重担、水平也不高的个人投资者又多了一项责任。

诺贝尔奖得主保尔·萨缪尔森（Paul Samuelson）对社会保障的私有化表示了这样的担忧：

> 布什政府的继任者很可能在将来允许工人在私人自理的账户中提取部分社会保障资产。为什么？是因为那能为大多数人造福吗？不。它事实上保证了大多数人要付出昂贵的代价。但是金融业将会发展得很好，为那些用社会保障资金做投资的客户做着一如既往的平常工作。政治说客们将会顺势赞成这样一种体制，但它会带来无谓的严重损失和低效率。

允许共同基金的推销者有更多的机会使用美国的退休储蓄金是以牺牲中产阶级为代价来惠及华尔街。

另一项恰当的政策回应将投资产品限制在了一个结构严谨的选择系列里。政府给予的税赋优惠鼓励个人参与固定缴款型方案。假设政府只对那些投资于低成本、模拟市场型基金的账户实行税赋优惠，通过将具有税赋优势的资金限制在被动投资工具上，投资者犯错误的几率就大为减少了，政府监管可以通过限制基金之间的移动次数和频率来解决择时交易的问题。教育可以解决资产配置面临的挑战，也可以鼓励个人采用那些风险水平和投资期限都比较适当的投资方案。政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府可以想出强有力的鼓励措施来使人们采用被动管理、配置合理的投资方案。

一个现成的例子就是美国政府推出的节俭储蓄计划(Thrift Savings Plan,简称 TSP),它是为全国的平民和军人所创立的。到 2003 年底,这一计划的总资产已达 1288 亿美元,被分配于 5 只基金里。其中 4 只基金追踪的是非常著名的指数,即大盘股的标准普尔 500 指数(S&P500 Index)、小盘股的威尔希尔 4500 指数(Wilshire4500 Index)、外国发达市场股票的 MSCIEAFE 指数和仅限国内债券的莱曼兄弟美国综合指数(Lehman BrothersU.S.Aggregate Index)。从证券选择的角度看,美国政府保护其雇员,使其远离主动管理的负和游戏。

如果享受税收优惠的投资只限于被动管理的投资工具,那么投资者可能会继续购买高成本、实行主动管理的应课税基金。但政府实行“胡萝卜加大棒”的政策,即在给予税赋优惠的同时对投资选择加以限制,迫使投资者从一系列高质量的投资工具中做出选择,从而改善了数百万美国人退休金的前景。

共同基金业处于大规模市场失灵的中心。投资管理服务的机构提供者见多识广,而个人客户却阅历不深,两者间的不对等就导致了大量财富从个人转移到机构。需要政府干预的前提是市场机制明显不能为大多数个人投资者创造令其满意的收益。

共同基金业的失败

《不落俗套的成功》认为共同基金业辜负了美国的个人投资者。一些有说服力的数据显示:等待共同基金持有者的几乎肯定失望,而他们原本希望能获得超越市场平均水平的收益,这个问题的根源在于共同基金管理公司的信托责任与牟利动机之间存在冲突。而两者的对抗结果最终将不可避免地倾向于账本底线,于是个人投资者落败而共同基金管理人则成了赢家。

有无可辩驳的数据表明:对资产的主动管理不能为个人投资者带来满意的结果。个人投资者所面临的困境是由两个因素造成的:第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



个问题源于个人所面对的投资选择，而它们中的绝大多数注定是高成本的，但执行情况却不理想；第二个问题与个人对市场做出的回应有关。调研不够充分、后视镜投资、投资者行为反复无常（在面临困境和机遇时）等使得大多数的投资方案大打折扣。如果外界的投资经理没有给投资者造成亏损，那么投资者自己也会给自己带来痛苦。

这就造成了令人苦恼的情况。《不落俗套的成功》一书详细说明了共同基金业的缺陷，并警告投资者们远离那些受利益驱动的投资管理机构。本书另外一个重要部分描述了个人投资者各种不当方法，并告诉投资者们是他们自己制造了过多的麻烦。

最后，《不落俗套的成功》为个人投资者们面临的挑战提出了一个建设性的解决方法。投资管理界里有很小一部分货币管理公司是非盈利性的，这就使得投资者们有机会通过只致力于履行信托责任的组织进行投资。另外，市场中还有大量结构诱人、被动管理型的投资选择，这就使投资者们能构建出股票型、多元化的投资组合。即使共同基金业出现大规模失败，那些愿意采用反传统的方法来管理投资组合的投资者们仍然有机会取得成功。

大卫·斯文森写于纽黑文市

2005年3月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概　述

资本市场为投资者们提供了三种能获得投资收益的工具:资产配置、择时交易和证券选择。如果对这三种投资组合管理工具在性质和影响力上有了清楚的认识，投资者们就会重视那些最可能有利于长期投资目标的因素,并忽略那些最可能妨碍长期投资目标的因素。要制订一个合理的投资方案,首先应该了解资产配置、择时交易和证券选择三者的相对重要性。

资产配置是一项长期决策,即投资者会选择多少比例的资产分配在各种不同的投资级别上。比如,一个投资期限长的投资者可能决定将资产的 30%投资于国内股市,20%投资于国外股市,20%投资于房产,15%投资于通胀指数国债,剩下的 15%投资于传统证券。投资者们都会有一个衡量投资成效的基准,这个基准包含很多指标。而资产配置的决策一旦确定,就很少再更改。

择时交易是对资产配置长期目标的背离。主动的择时交易是基于对资产类别相对估值的洞悉而有意地去尝试在短期内获得更丰厚的回报。比如,如果一个投资者认为股票将会升值而债券将贬值,那么他就可能暂时将分配在股票上的资产由原来的 30%提高到 35%,而将投资在债券上的资产由 15%降低到 10%。通过增持股票而减持债券获得的收益，不管是正是负，都是主动进行择时交易而获得的收益。而被动的择时交易是由于市场力量作用于投资组合中各种资产类别的价值产生影响,而在不经意间背离了长期投资目标。不管是由于投资者的主动决策,还是由于投资者的消极被动,择时交易能带来收益是由于假定的目标投资组合收益与实际投资组合的各资产类别收益之间存在偏差。

证券选择是指用各种资产类别来构成投资组合的方法,首先是要选择被动管理或主动管理。被动管理是衡量其他选择权的基础,是对优先市场的复制。就国内股票而言，标准普尔 500 指数、标准普尔 1500 指数、罗素 3000 指数和威尔希尔 5000 指数是应用广泛的指数,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为从事被动管理的投资者们提供了合理的市场定义及投资选择。主动管理是与市场做赌注，投资者们试图对价格诱人的股票进行加仓，并减持定价高昂的股票。主动管理人相对偏离基准而带来的收益就代表证券选择的收益。

资产配置的决策在决定投资结果上起着主导作用。根据大量受好评的、对机构投资组合的研究，在投资收益的变动中，大约 90%是源于资产配置，只有大约 10%是由证券选择和择时交易所确定的。另外一项对机构投资者业绩的重要研究表明：100%的投资收益都是来自资产配置，认为证券选择和择时交易的作用微不足道。所以，谨慎的投资者会密切关注目标资产类别的确定。

学术研究结果表明资产配置很重要，这就使得很多研究投资市场的人认为：不可更改的金融法律会对资产配置在投资过程的至高地位做出强制规定。事实上，上面所引用的研究结果反映了投资者的行为，并没有反映出金融理论。投资者们如果理解了哪些力量将资产配置放在了主要地位，而将证券选择和择时交易放在次要位置，就能对证券投资组合的结构问题有重大领悟。

在结构合理的投资组合中，以下三条基本投资准则影响着资产配置的决策。第一，长期投资者在构建投资组合时应明显偏重股票。第二，谨慎的投资者应构造一个非常多样化的投资组合。第三，理智的投资者在构造投资组合时应考虑税负方面的因素。这三个准则，即股票型、多样化和对税负敏感，既符合常理，又是学术理论所倡导的。使人惊讶的是，在现实的资产配置活动中，这几项基本投资准则似乎并不受推崇。

资产配置

在大多数投资者的投资组合中，资产配置的决策居于中心地位，因为他们持有的投资组合一般都是多元化的，包含多个资产类别（以此来减少证券选择的影响），而且他们一般都会保持合理稳定的资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类别配置（以此来减少择时交易决策的影响）。[①]在投资收益的三个来源中，有两个都倒下了，那么资产配置就成了站到最后的冠军。鉴于投资组合的长期目标在决定投资结果方面有如此巨大的作用，理智的投资者应该集中精力构建一个缜密的资产配置结构。

投资专家查理·艾利斯（Charley Ellis）指出，投资者们基本都做不到将绝大部分的时间和才智用在最重要的投资决策上，受证券交易决策的呼吁和择时交易活动的诱惑，投资者们往往会把精力放在投资组合的炒单上，代价高昂却徒劳无功。虽然热门股票和绝佳的择时交易是人们在鸡尾酒会上的精彩谈资，但打断人们讲话的正确投资组合对于取得投资成功却更为重要。

确定可行的投资组合目标，最重要的在于对基本投资准则、特定投资目标的定义以及对个人风险承受能力的认识。基本的投资准则为投资者建立最可能满足其需要的投资组合提供了框架，表述清晰的投资目标明确了投资者们希望完成的任务，而对风险偏好的明确规定则勾勒出了投资者们理性投资的范围。投资者们如果能谨慎遵循基本投资准则，明确适当的目标，并具有合理的自我意识，将会增加投资成功的胜算。

基本投资准则

金融理论和生活常识都赞成三条长期的资产配置原则——重视持有股票、证券投资组合多元化的成效性和对税负敏感的重要性。将资产配置到股票之类的投资工具上突出了投资组合的特色，因为预期能带来更高收益的高风险头寸最终创造了更多的财富。将钱投入到一系列表现各不相同的资产类别能改进投资组合的特性，因为多元化的投资组合可以降低风险，并最终带来更稳定的收益。关注各种资产类别在税负上的特征以及投资组合策略的税收后果，可以提高投资组合

① 不幸的是，即使构建了非常多元化的投资组合并进行了比较稳定的资产配置，也不足以阻止投资者因追逐昨天的业绩热门产品（见第二部分——择时交易）而亏损大量资产，也不足以阻止他们因低效率的主动管理（见第三部分——证券选择）而浪费大量资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的成效，因为得到改善的税后收益可以带来更多的资产。偏重赚钱的股票，投资组合多元化降低了风险，对税负敏感提高了收益，这三者就为一个高效投资组合的资产配置结构奠定了基础。

偏重股票

金融理论认为，股票投资者期望获得比那些持有较低风险金融资产的投资者更高的收益，这是理所当然的，尽管他们的代价是要面临更高的风险。因为股东是在公司满足了其他债权人之后得到偿付，股票所有权代表着一种剩余权益。就这一点来看，和那些在公司的资本结构中处于优先地位的公司贷款人相比，股东所处的地位风险更大。对于有价证券的收益而言，现实同理论是一致的。在相当长的一段时间内，股票收益超过了持有债券和现金的收益。

历史证明，在很长的持有期内，股市能带来丰厚的收益。任何一种信息来源都提供了关于股票市场收益的高质量信息。伊博森公司(Ibbotson Associates)由耶鲁大学学者罗格·伊博森(Roger Ibbotson)创立，它公布的过去 78 年的收益调查报告被人们广泛采用。从 1926 年到 2003 年的近 80 年间，美国股票的复合年收益率为 10.4%，而同期美国政府债权的年收益率是 5.4%，短期国库券的年收益率仅为 3.7%。股票和债券的收益率相差 5 个百分点，这便是历史意义上的风险升水，也就是股票持有者由于接受的风险高于债券投资的固定风险水平而获得的收益。

在长期内，即使是看起来很微小的收益差异，也将演变为惊人的财富差异。如表 1.1 所示，在伊博森报告系列的 78 年里，1 美元如果投资于大公司股票，将升值 2285 倍，若投资于债券将升值 61 倍，而持有现金仅升值 18 倍。小公司股票的业绩表现更为惊人，从 1925 年到 2003 年，每美元升值 10954 倍。持有股票轻而易举地打败了持有债券或现金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 I.1 持有股票带动长期收益

	现金收益		长期政府债券的收益		大公司股票的收益		小公司股票的收益	
时间段	%	乘数	%	乘数	%	乘数	%	乘数
1926–2003	3.7	18	5.4	61	10.4	2,285	12.7	10,954
1802–2001	4.3	4,500	4.9	14,000	8.3	8,800,000	N/A	N/A

来源：伊博森公司。
《股票、长期债券、短期债券和通货膨胀 2004 年年鉴》(芝加哥：伊博森公司，2004 年)；
杰里米·西格尔，《股史风云话投资》(纽约：麦格劳·希尔出版社，2002 年)。

杰里米·西格尔(Jeremy Siegel)的《股史风云话投资》(*Stocks for the Long Run*)一书也证实了类似的结果。这本书是他对股票市场收益情况的第三项杰出研究，它表明：从 1802 年到 2001 年的两个世纪里，美国股票的复年均收益率达到了 8.3%。在 19 世纪初投向股市的 1 美元，若用他获得的所有收益和股息进行再投资，到 21 世纪初，它就升值为 880 万美元，这个统计结果简直令人难以置信。

债券的表现就要逊色不少，长期政府债券的复合年收益率为 4.9%，投入 1 美元，持有 200 年后将会成为价值 14,000 美元。短期债券的收益最低，也是意料之中，其复合年收益率为 4.3%，也就是说 1 美元在 200 年后仅会升值到 4,500 美元。值得注意的是，西格尔研究了两个世纪里的收益情况，期间的风险升水为 3.4%，而伊博森研究了 78 年里的收益情况，期间的风险升水为 5%，两者大致相当。

多元化

1929 年的股市暴跌就是持有非多元化投资组合而造成损失的最为生动的例子。小公司的股价在 1928 年 11 月达到最高值，而在 1932 年跌至谷底。在这个过程中，投资者所购买的小公司股票贬值了 90%，损失极为惨重。经济衰退引发通货紧缩，从而稍微减轻了居民购买力下降带来的损失，1 美元的实际价值在去除价格因素后跌至 88 美分。表 I.2，向我们描述了这次可怕的经历。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 I.2 市场有时会摧毁集中型投资组合

时间段	小公司股票收益乘数	对购买力进行调整后的收益乘数
1928 年 11 月–1932 年 6 月	0.10	0.12
1968 年 12 月–1974 年 12 月	0.42	0.29

来源：伊博森公司。
《股票、长期债券、短期债券和通货膨胀 2004 年年鉴》(芝加哥：伊博森公司，2004 年)。

另外，在 20 世纪 70 年代出现的熊市和经济滞涨中，小公司股票的收益极为糟糕，简直令人难以忍受。在 60 年代疯狂的牛市，小公司股票的价格在 1968 年 12 月涨到最高值，连续 4 年都高于大公司股票价格的峰值。但接下来的股市暴跌几乎势不可当，小公司股票暴跌将近 60%，并在 1974 年 12 月触底。熊市给股民带来巨大痛苦，通货膨胀的出现更是雪上加霜，1968 年时 1 美元的购买力在 6 年后下降到 68 美分。对购买力进行调整后，由于市场变动和通货膨胀的共同影响，投资者的亏损高达 70%还多。没有坚持分散投资的投资者们付出了代价。

严格从金融角度来看，多元化能够提高投资组合的特性，因为它能使投资者在特定的风险水平上获得更高收益(或在特定的收益水平上经受更低的风险)。历代的经济学研究者都知道“天下没有免费的午餐”，但有一点可能会让他们惊讶，那就是诺贝尔奖得主哈里·马柯维茨(Harry Markowitz)就将多元化称为经济界里罕见的“免费午餐”。通过多元化投资，投资者可以在降低风险的同时保持收益不变，或在风险不变的情况下提高收益。

归根到底，多元化投资在行为上的收益比经济收益更令人担忧，当集中型投资策略业绩糟糕时，没有选择多元化投资组合的投资者面临巨大的压力来改变投资方向，这种压力不仅来自于他自己，也来自外界。在 20 世纪 30 年代，投资于小公司股票的 1 美元贬值为 10 美分，在 20 世纪 70 年代又贬值为 30 美分，投资者们纷纷宣布“不再”并且“再也不会”卖掉股票，并转而投资于现金。当然，这些投资者们在这时看透了投资小公司股票的风险，其实并不是时候。在 1932 年 6 月投资 1 美元于小公司股票，到 2003 年 12 月，它的价值已经涨到原来的 100,000 多倍。不幸的是，多元化投资并不能提供任何担保让投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者们在面对不利条件时仍能坚持原来的投资方向。但是，如果整个投资组合中只有一部分遭受价格暴跌，投资者们更有可能安然渡过这场难关。

理智的个人投资者都将资产精心分配到一系列的投资产品中，多元化投资提供了一场免费的午餐，既提高了收益，又降低了风险，使投资者在不利的市场环境下更有可能坚持原来的投资方向。

操作中的投资准则

虽然投资专家们几乎全都支持股票型的多元化投资组合，但市场操作一般不能反映投资组合的基本管理思想。就拿学院和大学捐赠基金的一般资产配置来说，它是机构基金中管理得最好的。如表 I.3 所示，10 年前国内股票几乎占了全部资产的 50%，国内债券占 40%多，这两种资产类别几乎占到总资产的 90%，这种投资组合就没有实现多元化。而预期收益较低的债券和现金占到了总资产 40%还多，这种投资组合也不符合以股票为导向。在 20 世纪 90 年代初，学院和大学捐赠基金的管理者收益甚微。

表 I.3 学院和大学没能遵循基本投资准则加权平均的资产配置
（占总资产的百分比）

资产类别	1993 年 6 月 30 日	2003 年 6 月 30 日
国内股票	48.6	47.7
国内债券和现金	40.8	29.2
多元化资产	10.6	23.1

来源：NACUBO。

由传统有价证券支配的投资组合表现出的多元化程度，还不如债券和股票的差异所表现出的多元化。在许多情况下，利率（是市场收益最重要的推动力之一）的变化会以类似的方式影响债券和股票。当利率上升时，债券面临的严峻现实要求其价格下降。在利率上升时，公司未来收益的贴现率也随之上升，这就会导致股价下跌，反之亦然。20 世纪 90 年代初，学院和大学捐赠基金的投资组合将接近 90%的资产托付给了金融市场收益的同一个决定因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当实际通胀与预期不符时，持有股票和债券就是多元化程度最高的投资选择。比如说，当一场超出人们预料的通货膨胀出现时，股东的固定名义索取权便会减少。反之，超出预期的通货膨胀提高了股东对公司资产剩余索取权的价值。反之亦然。简而言之，只有在异常的情况下持有股票和债券才算得上高程度的多元化。

学院和大学在2003年的投资组合比起1993年并没有多大改进。在2003年的组合中，股票的持有量占到了一般捐赠基金的近48%，这和10年前相差无几。固定收益的投资组合占到总资产的近30%，比1993年时下降了近10%。很显然，从1993年到2003年，传统有价证券比重下降提高了投资组合的特性。但是，虽然多元化资产比重上升，2003年的捐赠基金既称不上多元化程度很高，以股票为导向的程度也不够。

比较一下一般学院和大学的投资经历与捐赠基金管理得最好的教育机构。在捐赠基金领域，哈佛、耶鲁、普林斯顿和斯坦福大学在规模上占据着领先地位，它们也早就采用了多元化的股票型投资组合。早在1993年，引领市场的这四所大学仅将56%的资产用于投资国内有价证券，相比之下，其他更多的学校却将高达89%的教育捐赠基金投资于国内有价证券。截至2003年，如表I.4所示，这四所大学将捐赠基金进一步多元化，用于投资国内有价证券的资产下降到32%，而其他大学却高达77%。

表I.4 大型捐赠基金采用多元化的股票型投资组合加权平均的资产配置
（占总资产的百分比）

资产类别	1993年6月30日	2003年6月30日
国内股票	35.5	17.0
国内债券和现金	20.0	14.6
多元化资产	44.5	68.4

来源：NACUBO。
备注：以上数字代表哈佛、耶鲁、普林斯顿和斯坦福大学四所大学的资产配置情况。

规模较大的捐赠基金不但多元化程度更高，而且更倾向于投资股票。对于上述四大捐赠基金，分配到固定收益产品上的资产比重在1993年平均为20%，而在2003年则为15%，这大约是其他一般学院

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和大学的一半，后者投资于固定收益产品的资产比重在 1993 年和 2003 年分别为 41%和 29%。

多元化的股票型投资组合创造了更高的收益。截至 2003 年 6 月 30 日的 10 年里，哈佛、耶鲁、普林斯顿和斯坦福大学四所大学获得的收益在捐赠基金投资机构中排名前 5%，远远超过其他一般学院和大学。在实际投资中运用这些基本投资准则可以带来更佳的投资结果。

择时交易

对于机构的投资组合，择时交易对投资结果的贡献并不大，因为这些机构投资者们在持有多种资产类别时会表现出理智的坚定性。机构投资者避免进行择时交易，也许这是因为他们知道对一个精心设计的长期目标投资组合做短期的投机性赌注是前后矛盾的。这些机构坚持资产配置政策不变，也可能是因为他们意识到，不断对资产类别进行相对价值评估虽是择时交易成功所必需的，但却徒劳无益，尤其是当这种评估取决于一组令人眼花缭乱而且不可知的经济变量和金融变量时。不管投资组合资产配置具有内在稳定性的原因是什么，择时交易对机构的投资收益并没有什么重大影响。

但对于个人投资者，情况就不同了。有证据向我们展示了这样一种投资模式：对近期表现疲软的投资产品配置过少资产抵消了对近期表现强劲的投资产品配置过多资产。投资者们也许能容许由惯性来推动投资组合资产配置，即各资产类别的权重随着市场的相对起伏而涨跌。投资者们也可能主动去追捧昨日市场上的胜者，并极力抛售以往的败者。择时交易对个人投资者的投资组合往往会产生负面影响。

择时交易相对而言无关紧要，这主要是由于投资者的行为所致。坚持长期的资产配置目标通常是一种理智的行为，下面将它与择时交易做一下对比。如果一名投资者的策略是对股指期货进行日间频繁交易，那么这个投资组合的成效就与资产配置和证券选择毫不相关，而与择时交易密切相关。投资者们普遍不会进行疯狂交易，这可能是由于大众投资者基本都很明智，也可能是因为达尔文式的日交易者“选择论”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



择时交易中变动最频繁的并不是明确支持或反对某些资产类别，而是对资产配置目标的被动背离。面对市场波动，如果投资者不能进行再平衡交易，那么，其投资组合的配置就不可避免地会偏离预期的目标水平。例如，如果债券的业绩强于股票，那么债券组合就会高于目标水平，而股票组合则降低到目标水平以下，再平衡交易就要求投资者卖出表现较强的债券从而为买进表现较弱的股票提供资金。由于很少有投资者能进行这种系统的再平衡，大多数的投资组合就随着市场而变动，还要面对陌生形式的择时交易。如果投资者们遵循的投资方法是增持近期表现强的投资产品，减持近期表现弱的投资产品，这就减少了他们投资成功的几率。

要想获得喜人的预期收益，增持过去表现强劲的资产并减持过去表现疲软的资产并不是一个好方法。强有力的证据表明市场行为表现出均数回归的倾向，也就是说好的业绩随后会变差，而差的业绩随后会好转。在具有均数回归特征的市场上，投资者们如果不能按照长期目标对投资组合进行再平衡，他们就会买进大量近期升值的资产，这种做法最容易使未来的投资结果变糟。投资者们只有根据长期目标定期对投资组合进行再平衡，才能实现与政策资产配置决策相一致的收益。

证券选择

证券选择对投资收益的作用较小，因为投资者们往往会持有十分多元化的投资组合，这些组合与整体市场紧密相关。投资者持有的证券与市场高度相关，这就减少了特定证券的影响力，投资组合的收益就可以反映市场的收益。

持有多元化的投资组合通常被认为是明智的投资者行为，下面将它与证券选择做一个比较。如果一名投资者仅持有一只股票，而不是持有一个包含多只股票的组合，那么这只股票的特性就决定了这个股票组合的业绩。在单一股票的投资方案中，证券选择对投资组合的成效起着关键作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者们只需要持有股票市场的一小部分就可以达到与市场类似的多元化水平。一批学者，包括投资专家伯顿·麦基尔(Burton Malkiel)指出，在过去"传统的测算方法是：一个包含了20只股票的投资组合就能够实现多元化投资全部收益的一大部分"。而近些年的研究表明，要想减少同样多的非市场风险，投资者需要一个包含50多种不同证券的投资组合。一个投资组合总共需要多少种股票？如果不管它的多少种股票才能体现出与市场类似的风险，那么美国股市的几千只股票绝对绰绰有余。

在一个由数量众多、随机选择的证券组成的投资组合中，让我们看一下与市场有关的系统性风险和与市场无关的非系统性风险。系统性风险是指市场固有的风险，而非系统风险则由特定证券的可变性构成。需要注意的是，只有一种证券的投资组合含有很高的非市场性的特殊风险。相比之下，一个综合的、市值加权指数基金就只含有市场的系统性风险。单一证券组合和市场投资组合描述了两种极端情况，我们由此可以看出，一个投资组合随着证券数量的增加，与市场无关的(或非系统性的)风险降低，而与市场有关的(或系统性的)风险增加。

根据一项结构严谨的研究(涉及1963到1997年间三个大致相同的时期)，一个由两种证券组成的投资组合所含有的风险是市场风险的两倍或三倍。相比之下，一个由20种证券组成的投资组合所含有的风险水平比市场的总体风险水平高出大概1/3或2/3。最后，一个含有50种证券的投资组合所表现出的风险特点就与市场风险非常类似了，而且基本没有可分散风险。换个说法，对于一种由几十种甚至几百种证券组成具有代表性的多元化股票型投资组合，其收益基本上由市场决定。

对投资组合的总收益而言，证券选择的作用不是很重要，这和学术理论的预测是一致的。以美国股市为例，由于市场包括全部投资者所持有的全部债券的价值，那么，美国股票全部投资者的总收益也就必然是市场的收益。如果每个投资者在持有市场投资组合时都遵循被动管理的策略，那么他们都将获得市场收益。这样，证券选择就没有任何意义。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



当然，大量的投资者都奉行主动管理的策略，试图战胜市场，获取超额收益。但是，一个主动的投资者只有在当市场上其他投资者减持一只股票时才能增持这只股票。从定义上看，增持的头寸必须等于减持的头寸，从而使股市上的总头寸保持不变。

很明显，根据这只股票随后的表现，加仓者和减仓者就分别成为赢家和输家（或者输家和赢家）。如果这只股票的表现比股市好，那么加仓者胜而减仓者败。而如果这只股票的表现比股市差，那么加仓者败而减仓者胜。

如果不考虑交易费用，积极管理似乎就是一场零和游戏，即胜者的收益恰好抵消了败者的亏损。但不幸的是，对于主动的投资组合管理人，投资者在执行打败市场的策略时要面临巨大的成本。选股者要为交易支付佣金，并通过买进和卖出对股市造成影响。购买共同基金的投资者除了要向咨询公司支付管理费用，向经纪公司支付分销费用外，还要面临同样的市场交易成本。这一体系中如果出现费用漏损，主动管理就成为负和游戏，即主动投资者的总收益要少于股市的整体收益。

证券选择也许能为技术娴熟的投资者带来丰厚的超额收益，但这些超额收益直接的来源是其他收益相对较差的投资者的钱袋。如果对所有主动管理的投资组合进行收益加总，则最后的结果必然与股市总收益类似，但还要减去这场游戏的总成本。对于整个投资团体来讲，证券选择在投资业绩中起了减少收益的作用。

对税负的敏感度

对收入和资产收益征税使资产配置和证券选择的决策变得异常复杂。免税的捐赠基金、基金会和养老金的投资组合只需要对投资产品在预期风险和收益特征进行评估，而无需考虑由收入性质和持有期长短所致税负的预期影响。相比之下，应纳税的个人就必须考虑各种资产配置、证券选择和投资组合结构对税负产生的不同影响。

麻省理工学院的经济学家詹姆斯·波特巴（James Poterba）指出："对来自资本的收入采用何种征税规则是最现代的所得税体系中最为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

复杂的一部分。”不过，他还是做了一些简化了的假设，对以往的税前和税后资产收益做了正面比较。即使税后收益取决于个人的税率等级及实现收益和亏损的具体时间，波特巴对税前与税后收益差距的估计，多少也能让我们对税负在投资组合决策中的重要作用有一些了解。如表 I.5 所示，根据波特巴的计算，应纳税的股票投资者每年因税负而导致的损失多达 3.5%。如果投资股票的年收益率在课税前是 12.7%，那么纳税负担则使这笔收益大为减少。

表 I.5 税收减少了实际的投资收益 1926-1996 年间税前和税后收益(%)

资产类别	税前收益	税后收益	税负
大公司股票	12.7	9.2	3.5
长期政府债券	5.5	3.4	2.1
短期国库券	3.8	2.2	1.6

来源：詹姆斯 M. 波特巴，《税负、风险承担与家庭投资组合行为》。
NBER 研究报告系列，研究报告 8340(美国国家经济研究局，2001)第 90 页。

税负对债券和现金收益的影响在绝对水平上要低于对股票收益的影响，但是税负对当期收入集中的资产影响更大。根据波特巴的估计，股票总收益的 28%流入了税务部门的腰包，而对于债券收益和现金收益，这个数值分别为 38%和 42%。

目前的税法主要通过两种方式给予长期收益相比股息和利息收入的优惠：对资本收益的税率较低，并且只有在实现收益以后才对其征税。按税法中的规定，只有在实现了收益以后才应交税，这就可以让投资者将交税推迟到很久以后的未来。对资本收益延期征税为投资者们创造了巨大的经济价值。①

当投资者们持有应课税的投资产品时，未来的税率和个人的纳税情况决定了某个特定投资者的税后收益。如果个人无法预知未来的税收管理体制，可以通过过去的体制对未来进行一些了解。如表 I.6 所示，在过去 25 年里，对股息和利息所征税的税率要远远高于对长期资本收益的征税率。短期收益在目前是指持有期少于 1 年和 1 天的投资

① 最极端的情况是，如果个人遗产中含有已升值的证券，那么其继承人对继承的证券就拥有较高的税收基准。这样，这些证券在此人生前的升值无需交纳任何税收，而在继承人那里，税收将重新计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

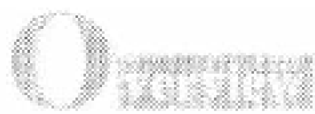


表 I.6 往年的联邦税率优待长期资本收益

年份	长期收益的税率	短期收益和当期收入	股息
1980	28.0	70.0	70.0
1985	20.0	50.0	50.0
1990	28.0	31.0	31.0
1995	28.0	39.6	39.6
2000	20.0	39.6	39.6
2003	15.0	35.0	15.0

来源：美国资本结构委员会的网站；美国国会预算办公室的网站；波特巴的文章。

所带来的收益，它同股息和利息收入一样面临高额税负。《国际收入法》大力鼓励对税负敏感的投资者长期持有股票。

值得注意的是，近些年来税率有了大幅下降。长期资本收益的税率从 1980 年的 28%下降到 2003 年的 15%，短期收益的税率从 1980 年的 70%下降到 2003 年的 35%，减少了一半。

股息的税率下降最为引人注目。在过去几十年里，长期资本收益比起股息享有极大的税收优惠。而在 2003 年，这两种收入的税率趋向相同。税率在绝对水平和相对水平上发生了巨大变化，这其中包含了一个很重要的教训，那就是不确定性。没人知道各种不同形式的投资收入在未来的税负情况是怎样的。

表 I.6 中的数据代表的是对各种形式投资收入征税的最高税率。个人在做投资政策时必须要考虑未来税收体制的具体结构，也要考虑他们的个人情况。对未来情况过于精确的估计也许并没有什么作用，一些更笼统的观念可能更有用。比如说，认为个人退休后税级会降低，对目前的理财计划就有重要影响。

递延税

对证券收益的征税，给个人带来了巨大的负担，这使得他们想方设法来减少税前和税后收益的差异。对于个人投资者而言，唯一最重要的方法就是那些字母与数字并用的可延期交税的投资工具。个人退

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

休金账户(IRAs)、401(k)账户、403(b)账户以及雇员养老金简易账户(SEP)等,都享有税收优惠,给他们提供了储蓄退休金的途径。

高等教育信托,即所谓的 529 计划,可以使用于孩子接受高等教育学费的储蓄存款在逐渐增加的同时享受免税的待遇。如果用这个信托中的基金来支付学费或用于其他合理用途,税负就由延迟征收变为免除,这项信托对于有税负意识的投资者来说便成为一个极为有效的投资工具。

在安排投资组合时,投资者们应该顺从主流,避免做出一些与税负相关的奇特举动。普通收入与长期资本收益之间的税率差异有时会促使推销商大胆尝试把普通收入转换为资本收益。在 20 世纪 70 年代末 80 年代初,个人开始从事美术、低收入住宅、养牛等受税负驱动的交易。国会滥用职权养肥了自己,停止了受税负驱动的操作,否决了合法的(低收入住宅)连同不合法的(养牛)交易行为。因此,要谨慎对待无实用价值的、受税负驱动的方案。①

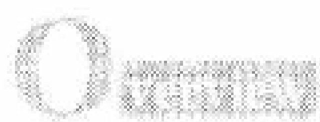
对应纳税的投资者来说,关于税负优惠型投资的法律和法规可谓是变幻无常。对这些机会在总体性质和具体特征上保持关注可以提高税后收益,从而获得丰厚的红利。理智的市场参与者会在最大程度上利用享有税负优惠的投资所带来的好处。

用递延税账户来管理资产的投资者们无需担心收入的特征或实现情况。股息、利息以及短期与长期的收益与亏损都会在账户中增加,而交税可以一直延期至提款之日。账户中可减税的款项一旦提取就会被当做普通收入来处理。账户中应课税的款项奠定了一个基础,在此基础之上允许提取免税的款项,管理延期纳税的资产要面对的税收问题相对较少。

与此构成鲜明对比的是,用应课税账户持有资产的投资者们就要面临一系列复杂的税收问题。坚持高成交量的策略及随之实现的高收益水平是否能带来足够高的税后收益,从而证明采用这种投资组合管理技巧是正确的呢？是否应该用递延税账户来持有一些应课税的债券,而其中有一部分债券现期收入很高？是否应该用应课税账户来持

① 可参见 Grodt&Ma Kay Realty 公司和美国国内收入委员会(Commission of Internal Revenue)关于养牛的一宗税务纠纷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



有免税的债券，从而使享受优惠的账户有能力采取主动的管理策略？要回答这些问题及其他与税收计划相关的问题，要看资产的特征、投资策略的性质——尤其是对于资产交易量，以及投资者面临的税收结构。

股息、利息及资本收益

来自股票的红利和来自债券的应课税利息构成了投资者目前的现金流动。投资者获得现金收益，税务部门也得到其应得的部分。应纳税的股息及应课税的利息收入不能逃脱或延期对现期收入交税。

免税债券使投资者们有机会在不受联邦税收的影响下赚得利息收入[①]。对于其他可比债券，应课税债券和免税债券的收益关系可以让我们具体了解递延税的价值。比较应课税和免税收益的差异以及递延税对其他资产类别的价值，可以帮助人们决定怎样在应课税和递延税账户中分配资产才是合适的。

应纳税的投资者偏爱低股息或无股息的股票，因为对股息征税往往要比对资本收益征的税高出许多，而且股息不能延期纳税。在 20 世纪 90 年代，公司的经理们认识到了这个长久以来的现实并做出回应，他们减少了对股息的偿付，并用现金流来回购股票。这样，公司经理们就把公司的多余现金从股息转移到重新购买股票上，从而使应纳税的投资者用资本收益代替了当期收入。

税负造成的收益或亏损只会在投资者进行平仓时才会发生，未实现的收益不会导致税负，这就极大地鼓舞着投资者们持有获利的头寸，将税负推迟到未来某个时期。而未实现的亏损也不会带来税负，这就使投资者有了强烈的动机处理掉赔钱的交易，可在当前利用这一损失或存入银行留于未来使用。对税负敏感的投资者偏向于对获益的财产进行低频率的转手，而对亏损的资产进行高频率的转手。

已实现的亏损不但使应课税收入下降，而且为投资组合管理人提供了便利。这些损失允许投资者卖出已获益的头寸，而不必交税。但

① 见第 3 章《非核心资产类别》中对免税债券的讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，一定要注意不能因为幻想买进有高收益前景的证券而浪费了这些宝贵的损失（可以把它们注入到未来的纳税年里）。不管怎样，对资本收益交税的问题在投资组合管理中所起的作用要大于如何利用资本亏损的问题。因为在长期内，股票市场通常是盈利的，投资者们主要应该考虑如何处理收益的税负问题，而非如何从损失中获利。

但不幸的是，对于投资者，如何处理投资收益的税负，使得投资组合的管理过程更为复杂。除了在理解现行税法本身遇到的困难，投资者还要面对一个不断变化的税收体制。理智的投资者会设法将投资组合的税收负担最小化，以应对复杂多变的税收环境。总之，税收减缓了财富的积累。

本章小结

投资者们通常并不能遵循最基本的投资准则。他们不会集中精力解决首要问题——制订合理的长期资产配置目标，反而会将注意力过多地转移到证券选择和择时交易这些次要问题上。他们不会构建一个以股票为导向、多元化、对税负敏感的投资组合，反而常会选择模仿传统的、结构不合理的投资共识，结果令他们大失所望。但这几乎是不可避免的，因为他们忽视了基本的投资准则。

对如何理智入市这个问题有了彻底深入的理解，便为取得成功创造了一个重要前提。事实证明，真正坚定的信念是必需的，否则在面对明显很糟糕的业绩和公众的怀疑态度时，就不能坚持自己不被看好的投资策略。在面对来自市场的各种困难时，投资者只有坚持住自己的立场，才能在最后获得回报。而个人投资者如果经受不住这些难免的市场挫折，最后往往就放弃了明智的投资策略，而这一原本不被看好的策略却在随后成为公众注目的中心。

资本市场的发展历史为人们坚持持有股票和多元化投资组合的理念提供了强有力的支持。在相当长的一段时间内，持有股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



票轻而易举地胜过了持有债券和现金。仔细考察一下各种资产类别的回报，就会发现多元化投资的价值所在。高风险的资产类别有时波动过于剧烈，令投资者难以忍受，这就要求对任何一种证券的持有量都要适度。以股票为导向和坚持多元化投资才是明智的选择。

税很重要。由于向税务部门交纳的税款意味着投资者资产的直接减少，谨慎的投资者在构建投资组合时都会尽量避免或延迟税负。税收后果会影响资产配置和投资组合管理的决策。

投资组合的目标是影响投资结果的重要因素。如果随意做了资产配置的决策，不但违反法规并且随意撤销，那将给投资组合造成极大损害。经过深思熟虑的政策目标，如果认真执行并且坚定不移，就会为投资成功奠定基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分
资产配置

part one：Asset Allocation

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导 读

明智的投资者在构建投资组合之初，都会在坚持多元化、以股票为导向、对税负敏感等基本原则上来决定如何配置资产。投资组合由核心资产类别构成，核心资产类别的回报以市场为基础，这就赋予投资组合在特定领域的基本特征。

6 种资产类别展现了界定明确的投资属性。投资者们期望从国内股票、国外发达市场的股票以及新兴市场的股票中获得股票类的收益。传统的国内固定收益证券和通货膨胀指数证券为多元化投资提供了选择，虽然它们的期望收益要低于投资股票的期望收益。投资房地产将会使投资组合更加多元化，而机会成本要比持有固定收益证券更低。

在构建投资组合的过程中，多元化要求每种资产类别的配置要能够影响整个投资组合，即每种资产类别至少要占到总资产的 5%~10%。多元化还要求任何一种资产类别都不能在投资组合中占据支配地位，即每种资产类别在总资产中的比重不能高于 25%~30%.

以股票为导向的原则使投资者将投资组合的主体置于高期望收益的资产类别上。他们便将大多数的资产投资于国内股票、国外股票以及房地产上，从而使长期收益取决于这些以股票为导向的资产类别。投资于国内债券以及通货膨胀指数债券的资产便比较少，这些旨在获得固定收益的资产类别在不带来过高机会成本的基础上使投资组合变得多元化。

这样一个建立在基本投资准则之上的一般投资组合为我们展开如何构建投资组合的讨论提供了起点。下表概述了一个多元化、以股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票为导向的投资组合。整整70%的资产都将获得股票类的收益，满足了以股票为导向的要求。各资产类别的权重从5%到30%不等，符合多元化投资的要求。根据基本投资准则配置资产的投资组合是使个人投资方案有望成功的起点。

多元化、股票型的投资组合为投资成功提供了基本框架

资产类别	政策目标
国内股票	30%
国外发达市场的股票	15%
国外新兴市场的股票	5%
房地产	20%
美国长期国库券	15%
美国通胀保值国债	15%

最后，成功的投资组合能够反映出个人投资者的个别偏好和风险承受力。对资产类别风险在量和质上的认识，为决定一个投资组合包含哪些资产类别以及各投入多少比重的资产奠定了基础。第1章《核心资产类别》是入门资料，为读者介绍了可能成为投资者目标的各种资产类别。第2章《投资组合的构建》，概述了一种糅合科学和艺术的方法来构建投资组合。第3章《非核心资产类别》，描述了那些不大能够满足投资者需要的资产类别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 Core Asset Classes

第1章 核心资产类别

定义资产类别既需要艺术，也需要科学，试图将同类的资产归在一起，其最终目的是将相对而言同类的投资机会集合在一起。成功定义的某一资产类别是一组证券的组合，它们能一起为投资者的投资组合带来确定的收益。

各种核心资产类别有很多共同的重要性质。第一，核心资产类别赋予一个投资组合基本的、重要的、不同于其他投资组合的特性。第二，核心资产主要依靠市场带来收益，而不是依靠对投资组合的主动管理。第三，核心投资产生于广阔、深厚、有投资价值的市场之中。

核心资产类别赋予投资组合基本的、重要的、不同于其他投资组合的特性，包括提供大量的预期收益，并与通货膨胀一起对抗金融危机。谨慎的投资者对资产类别风险的定义一方面狭隘到足以保证投资工具能够完成预期任务，另一方面又非常宽泛，可以适用于大量规模的资产。

核心资产类别主要依赖市场带来的收益，因为投资者们要求投资组合的各个组成部分都有合理的确定性实现它们的既定使命。如果市场不能带来收益，投资者将会选择能力更高一筹的积极管理人。在有些情况下，管理对特定资产类别的成功是必不可少的，这时，投资者要取得收益，就需要有能力或好运气来选择证券。如果积极的管理人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



能力不足或运气不佳，那么这个资产类别将不能完成目标，投资者也会受损。令人满意的投资目标非常重要，不能依靠机缘或市场主体的所谓专业知识。因此，核心资产类别主要依靠市场带来的收益。

最后，核心投资在广阔、深厚、值得投资的市场之中进行交易。市场的广度赋予投资者们大量的选择机会。市场的深度意味着对个人持有量有大量的市场的可投资性保证了投资者们能拥有投资机会。投资者投资组合的基本组成部分来自发展成熟、经久不衰的市场，而不是来自华尔街的金融工程师们所倡导的时髦秘方。

核心资产类别包括股票、债券和房地产。被投资者用于为投资组合带来收益的资产类别包含国内股票、国外发达市场的股票和新兴市场的股票。被投资者用于使投资组合多元化的资产类别包括美国长期国库券和美国通货膨胀保值国债，前者能在发生财政危机时实现保值，后者能保证在发生通货膨胀时资产不会贬值。最后，房地产股权所面临的资产类别风险使其具有了既类似于股票又类似于债券的混合属性，能在发生通货膨胀时实现保值，并且机会成本也低于其他的投资产品。核心资产类别为投资者们创造多元化的投资组合提供了投资工具，并能满足特定投资者的特殊要求。

对核心资产类别的描述使投资者们认识到了各种投资工具在投资组合中的作用。通过评估某一资产类别的预期收益和风险、它对通货膨胀可能做出的回应以及与其他资产类别的预期相互作用，投资者们便积累了取得投资成功所需要的知识。而有关证券发行者和证券持有者利益一致性的话题，则显示了投资某一资产类别的潜在风险和可能收益所在。

核心资产类别为构建一个多元化、低成本的投资组合提供了足够多的投资工具。通过将这些基本组成部分合理地组合在一起，投资者们构建出的投资组合就有可能满足多个投资目标。

国内债券

投资于国内债券意味着拥有一家美国公司的所有权。持有美国股票构成了大多数机构和个人投资组合的核心，它引起了华尔街的涨跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起落，并决定了许多投资者的投资成效。由于为数众多的市场参与者过于依赖有价证券，美国股票也就理所应当的在投资组合中占据了显著位置。

国内股票在投资组合中起着关键作用，这不仅出于理论上的原因，也有实际操作方面的原因。股票这种投资工具的在预期收益上的特性很好地配合了投资者的需要，即在多年内实现投资组合的巨大增长。历史表明，股票的长期收益鼓励了投资者持有股票。杰里米·西格尔用200年的数据向人们表明美国股票的年收益率是8.3%，而罗格·伊博尔则用78年的数据表明美国股票的每年的收益率为10.4%。其他任何一种资产类别都没有如此引人注目的长期业绩。

股票主导的投资组合在历史上取得了长时间的成功，这符合人们从基本理财原则出发的期望。股票投资昭示着高于债券投资的收益，虽然有时候这种更高的收益并没能实现。历史记录表明股票市场的收益大体看涨，但是也有几段较长的时期提醒人们：持有股票有不利的方面，这便不足为奇了。在公司的资产结构中，股票代表的是一种剩余利益，它只有在偿付了其他所有对公司的索取权后才具有价值。持有股票具有更高的风险，这就使得理性的投资者要求获得更高的预期收益。

股票具有很多诱人的特点，从而激发了投资者的兴趣。股东和公司管理层的利益往往趋于一致，使外界的持股者能感到一些安慰，认为公司采取的行动既有益于股东，也有益于公司管理。股票通常能规避预料之外的高通胀带来的风险实现保值，但短期内这种保值是极其不可靠的。最后一点是，股票要在广阔、深厚、流动性强的市场上进行交易，这就赋予投资者们相当多的机会。我们应该对股票投资进行深入的讨论，因为在很多方面上它代表了市场评论家评价所有其他投资产品的标准。

股票风险升水

股票的风险升水是指持股者接受的风险高于债券投资的固有风险从而获得的超额收益，它是投资界中最为重要的变量之一。同其他所有的前瞻性指标一样，预期风险升水也受未来不确定性的影响。要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想知道明天会发生什么，深思熟虑的投资者会去审视过去的市场有何特点。

耶鲁大学管理学院的教授罗格·伊博森对资本市场做过一次统计，其结果被广泛引用，它反映出股票和债券的收益在78年里的差异是每年5.0%。沃顿商学院的教授杰里米·西格尔用200年的数据研究表明股票的风险升水是每年3.4%。不管精确数字到底是多少，历史上的风险升水水平表明股票持有者享有的收益比债券持有者高出许多。①

事实表明，风险升水的大小对于正确做出资产配置的决策非常重要。历史表明，谨慎的投资者会认真解读过去的投资结果。菲利普·乔瑞（Phillipe Jorion）和威廉·格茨曼（William Goetzmann）对生存偏差的研究表明：美国股市的发展历程具有独特性。他们在审视了75年内39个市场的发展历程后，指出："这个样本里的所有市场几乎都受到一些大规模混乱的困扰，只有美国等极少数市场例外。"

美国股市的运作在19世纪和20世纪基本没有中断过，这就保证了较高的股票收益。乔瑞和格茨曼的研究称从1921年到1996年间，美国股市的实际资本升值达到每年4.3%。相比之下，其他国家由于大多都受到经济和军事危机的不利影响，实际资本升值平均仅为每年0.8%。考虑周到的股市评论家在解读美国股市的独特经历时会将其放在一个更广泛、更平静的大环境下。

即使投资者们认为历史上美国股市是最佳的，我们也有理由质疑过去的市场对未来市场的指导价值。看一下过去200年里股市的业绩，它带来的收益是股息、通货膨胀、实际股息增长和估值上升这四者的结合。根据罗伯特·阿诺特（RobertArnott）在2003年4月发表的一项名副其实的研究《股息和它的三个阻碍因素》，股息在长期股票收益中占最大比重。阿诺特的这项研究表明，过去200年里，股票的年均总收益是7.9%，其中整整5%来自股息。通货膨胀占到1.4%，实际股息增长占0.8%，而估值上升只占到0.6%。阿诺特指出，股息在历史上的股票收益中极为重要，这和人们的传统看法——认为股票带来的首先是增长，其次才是收入——大相径庭。

① 参见伊博森和西格尔的股票与债券收益数据第15-17页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿诺特通过对历史的观察进而对未来进行了一些预测。他的结论是：如果股息收益率低于2.0%(2003年4月)，除非实际股息增长加快或股市的估值上升，那么，投资者将面临的未来股市将比过去股市更为艰难、收益更差。

阿诺特注意到在1965到2002年间实际股息没有任何增长，因此他对带动未来股票收益的股息增长也几乎不抱希望了。于是人们转而依赖估值的增长，而这取决于公司在未来股市上的收益，人们只能在这个薄弱的基础上构建投资组合。

在用过去的收益对未来进行简单推断时，隐含的假定是过去的估值变化将会在未来继续存在。在美国股市的特例中，期望历史能为未来提供指导就暗示着股息将会以前所未有的速度增长，或者公司的收益将决定从未有过的高估值。相信这些预测的投资者们不仅要看公司的基本盈利能力，也要看股市是否愿意继续提高价格来支付公司的利润。

1999年出版的一本关于牛市的大部头书赞成的观点是股票估值将会一直增长，而股票的风险升水为零，这看上去似乎不合逻辑。詹姆斯·格拉斯曼和凯文·哈赛特在《道指36000点：如何在即将到来的股市上涨中获利的新战略》一书中提出，在长时期内股票的业绩要优于债券，他们的结论是股票面临的风险并不比债券高。这两位作者忽略了股票和债券的内在差异，而这些差异清楚地表明股票风险更高。他们没有考虑美国以外股市的发展历程，这些股市有时会消失，让人怀疑长期股票投资是否必然会带来高收益。最关键的一点也许是作者高估了会坚持二三十年长线操作的投资者的数量，同时又低估了在股市下跌时不能坚持下来的投资者的数量。

金融理论和资本市场的发展历史在理论分析和实际操作两个方面支撑了风险升水这一概念。如果不能期望在风险资产身上得到更高收益，那么人们将会从反面来认识金融界。如果风险更高的股票不能带来更高的预期收益，那么市场参与者就不会选择股票。举个例子，如果在一个市场上债券和股票的预期收益相同，理性的投资者将会选择相同预期收益、风险较低的债券。没有哪个投资者会去持有相同预期收益而风险更高的股票。资本市场要想有效运转，必须存在风险升水。

虽然预期风险升水对运转良好的市场是必需的，但乔瑞和格茨曼

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



强调了生存偏差对认识风险升水重要性的影响。阿诺特对股票收益的解构，对历史趋势的分析，都表明股票相比债券在预期收益上的优势已经减弱了。不管未来的风险升水是多少，理智的投资者都应准备好迎接一个不同于过去的未来，而要应对由于错误预测某一资产类别预期属性而带来的损失，最强有力的工具就是多元化投资。

股票价格和通货膨胀

股票通常能在发生全面物价通胀时提供长期保值。诺贝尔获得者詹姆斯·托宾通过比较公司资产的重置成本和市值为我们提供了一个理解股票价格的简单而又不失文雅的方法。托宾指出，在一个均衡市场中，重置成本与市值的比率(他称为“q”)应该为1。如果重置成本高于市值，市场活动者就会发现在股票交易所购买资产比在现实经济世界中更为便宜。相反的，如果市值超过重置成本，市场活动者获利的方式就是创建公司，在股票交易所发行股票。很明显，在一个理性市场上，一个公司的资产在股票交易所上的市值应该等同于在现实世界中将这些资产进行重置的成本。

全面物价通胀将会提高公司资产的重置成本，就这点来说，通货膨胀的一个表现应该是股票价格上涨。如果通货膨胀没有导致股价上涨，那么公司资产的重置成本将上涨并超过市值，投资者就能在股票交易所上以低于内在价值的价格购买公司股票。只有在股票价格能反映物价通胀时，公开上市交易的公司才代表了出售廉价商品的部门。

虽然股价和通货膨胀有清晰的理论联系，股市有时将通货膨胀纳入股价，有时则没有。20世纪70年代就是股市没能将通货膨胀反映在股价上的生动例子。在1973年和1974年，通货膨胀使购买力下降了37%，股价总共下跌22%，股票的投资者遭受了双重损失，去除通胀因素后的损失高达51%。很明显，在股价下跌而通胀率上升时，股价在短期内就不能反映物价的通胀。

杰里米·西格尔指出：股价“在长期内能很好地抵消通货膨胀带来的损失”，但在短期内却不能很好地抵消物价上涨带来的损失。通货膨胀与股价在长期内的正面关系也许是由于投资者的理性行为，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的参与者会权衡在现实经济世界获得一定资产的成本与在金融交易所获得类似资产的成本。而通货膨胀与股价在短期内的负面关系可能是由于投资者的非理性行为，因为他们在面对突然发生的通货膨胀时做出的回应是提高未来现金流的贴现率，而不会根据上升的通胀率来对未来的现金流做出调整。虽然资本市场的发展历史证实了西格尔的观点，但股价对通货膨胀的反应在长期内和短期内是不同的，这就形成了矛盾。由于长期是由一系列的短期构成的，没有哪种理论能够解释为什么股价对通货膨胀的保值能力在短期内很差，而在长期内却很强。不论如何，如果投资者试图规避通货膨胀带来的损失，那他的目光就不能仅局限在有价证券上。

利益一致性

股票具有很多能服务于投资者目标的特性。公司管理层和股东在利益上的一致性对股票投资者来说是件好事。在很多情况下，公司的领导层在提高股东价值的过程中也会获利，这就同时满足了经理人和投资者获取利润的愿望。例如，公司经理人在为公司带来收益的同时，也会提高公司的赢利能力，其间接来源是薪酬的增加，直接来源是个人股权的增值。

但不幸的是，公开上市交易的公司由于所有权（掌握在股东手中）和控制权（掌握在经理层手中）的分离而导致代理问题，即管理层（代理人）为了获取个人利益而使股东（委托人）利益受损。股东和管理层最常见的利益分歧来自对管理层薪酬的安排。管理层在不断提高自己的薪酬和收益的同时，却忽视了公司的潜在业绩表现。由于规模较大的公司与规模较小的公司相比往往能提供更丰厚的薪酬包/薪酬组合，公司的经理层可能仅仅为了谋取更高的个人收入而致力于扩大公司规模，却不在乎公司规模对公司赢利能力的影响。

经理层可能会把资金用于满足个人喜好，从而使公司业绩受到影响。公司的艺术品收藏、乘坐商务专机、装饰豪华的办公室和公司公寓等通常只是让高层经理人获益，却影响了公司正常目标的实现。投资者们在听闻世界通信公司（World Com）的前任总裁伯纳德·埃伯斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



(Bernard Ebbers)从公司获得了高达4亿多美元的个人贷款，泰科的前任总裁丹尼斯·科兹洛斯基(Dennis Kozlowski)挪用6亿美元的公司资产用于个人消费，其中包括花费6,000美元购买了一个淋浴帘时，都感到了震惊和不安。经理人获得的巨额物质性和非物质性回报，不管合法与否，都是直接来自公司股东的腰包。

但是最令人不安的丑闻并不是来自那些已被指控的首席执行官，而是那些在遵守规则的幌子下中饱私囊的经理人。通用电气前任总裁杰克·韦尔奇(JackWelch)的退休金方案充满着种种个人特权，这给他和他的公司都带来了耻辱。根据这个方案，他可以终生居住在通用电气购买的一套价值1,500万美元的公寓里，可以乘坐公司的波音737客机和直升机，公司还为他和他的妻子配备了专车和专职司机。通用公司无疑是担心在韦尔奇先生任职期间付给他的上千万美元的薪酬不足以使他过上满意的退休生活，为了满足这位前任首席执行官的需要，公司向他提供“美酒、鲜花、厨师、佣人及其他的生活便利”，其中还包括“顶级体育赛事和歌剧的门票”。甚至连一向亲近公司的《华尔街日报》都发表评论称韦尔奇的退休方案是“公司财大气粗的玩物”。

以上例子中埃伯斯、科兹洛斯基和韦尔奇都享有过高的薪酬，但这还只是冰山一角。正如时任纽约联邦储备银行行长的威廉·麦克多诺在2002年9月发表的演讲中所指出的，更深层的问题在于首席执行官的薪酬在过去20年间迅速增长代表了“一种非常拙劣的社会政策，甚至可能是一种道德败坏”。麦克多诺指出，公司的董事会应该很清楚地意识到公司付给了他们过多的薪酬，并把其调整到一个更为合理的水平。

股东和管理层的利益一致性常常会受到破坏，这就折射出了个人在选择证券时的风险，从而呼吁人们用更广泛、更多元化的方法来管理投资组合。如果持有的投资组合包含的证券种类相对较少，那么考虑不周的投资者就面临风险，即他持有的某种证券可能就会毁掉整个投资组合。而在一个包含了所有证券种类的投资组合中，业绩好的证券会击败业绩差的，从而让投资者在股市中获利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司慈善活动

公司的慈善捐助通常处于一个灰色地带，它不是公司资深主管用于满足个人需求的行为，也不算是为支持公司的合理经营目标而做的决策。要对公司的捐赠活动进行总结面临信息不足的困扰，因为是否对公司支持慈善活动进行披露取决于捐赠者和受捐赠者的意愿。

据《纽约时报》报道，花旗银行是极少数详细披露自身慈善捐助情况的公司之一，它为我们研究首席执行官的意愿与公司行为之间的关系提供了一个案例。桑福德·桑迪·威尔（Sanford“Sandy”Weill）是花旗集团富有闯劲的领导人，他和妻子琼（Joan）是慈善圈的焦点人物。威尔夫妇打开支票簿拿出笔，向康奈尔大学、卡内基音乐厅和阿尔文·艾利美国舞蹈剧院进行慷慨捐助，他们也因此而出名。康奈尔大学拥有以他们夫妇名字命名的琼和桑福德·威尔医学院（由桑迪担任主席），并在卡塔尔设立同名的分校区，同时还拥有琼和桑福德·威尔医学研究生院。在修复卡内基音乐厅内一个主演出大厅的工程中，桑迪·威尔起了关键作用，现在这个大厅被称为威尔演奏厅。琼·威尔担任阿尔文·艾利美国舞蹈剧院董事会的主席，她曾经捐赠 1500 万美元为这个舞蹈团修建剧院，并将其命名为琼·威尔舞蹈中心。以任何标准来看，威尔夫妇的慈善活动都给人们留下了深刻印象。

威尔夫妇热衷慈善，而花旗集团的公司捐助完美地契合了他们的这个爱好。据《纽约时报》报道，从 1998 年到 2001 年，“花旗集团在过去四年中的数额最大的捐助都给与了同威尔夫妇关系密切的三个机构：康奈尔大学、卡内基音乐厅和阿尔文·艾利美国舞蹈剧院”。《纽约时报》还指出，由桑迪·威尔担任主席的花旗集团基金会还向威尔夫妇支持的多个慈善组织各捐助几百万美元。

花旗集团支持威尔夫妇的慈善活动，这就给我们提出了一个难题：如何处理个人收益和公司的社会责任？而花旗集团向第 92 街道 Y 的一所幼儿园提供捐助就没有带来这种难题。这次桑迪·威尔是厚颜无耻地用公司的资金帮了一位雇员的忙，人们对此众说纷纭。

在 1999 年，桑迪·威尔对 AT&T（美国电话电报公司）股票的评级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是“持有”，他要求杰克·格鲁伯曼（Jack Grubman）这位花旗集团的所罗门美邦分公司的研究分析员对这只股票进行重新评级。如果格鲁伯曼抬高对AT&T股票的评级，那么花旗集团就更有胜算从AT&T公司争取到投资银行的业务，而且可能拉拢AT&T首席执行官兼任花旗集团董事会成员迈克尔·阿姆斯特朗（Michael Armstrong），从而帮助桑迪·威尔将花旗集团前任首席执行官约翰·瑞德（John Reed）排挤出董事会。虽然杰克·格鲁伯曼在他的证券分析员生涯中一直都不看好AT&T，但他意识到如果他抬高了对AT&T的评级将会为自己的双胞胎女儿争取到好的教育机会。格鲁伯曼在写给桑迪·威尔的一份题为“AT&T和第92街道Y”的备忘录中，抱怨了幼儿园接收孩子的复杂过程，并说出了很有名的一句话：“在统计上看，想进第92街道Y的幼儿园比进哈佛还要难”。桑迪·威尔对此做出了回应，他为格鲁伯曼的孩子给这所幼儿园打了电话，并使公司向第92街道Y送出了100万美元的大礼。随后这所幼儿园接收了格鲁伯曼的双胞胎女儿，同时AT&T的研究评级被抬高，但投资者却为之付出了巨大代价。

股票期权

如果用股票期权来激励公司经理层，会使经理层与股东的利益产生另一种不易觉察的分歧。当公司股价上涨时，基于期权的薪酬机制能够有效运转，因为经理层和股东都能从中获益。但如果股价下跌，那么两者的利益就会出现不一致，因为这时经理层失去的只是从股价上涨中获利的机会。事实上，经理层通常不会遭受任何损失，因为公司董事会通常会在股价下跌之后调整期权价格。股价下跌时经理层损失的只是一个机会，而与此形成鲜明对比的是，股东遭受的则是现金损失。期权激励机制让上市公司的经理人总是居于不败之地。

一个典型的例子就是微软公司授予员工股票期权以使他们免受股价下跌的损失。2000年4月，首席执行官史蒂夫·鲍尔默（Steve Ballmer）面临的难题是员工士气低落，他们因为美国司法部对公司的反托拉斯诉讼将带来的后果深感忧虑，而公司的股价在4个月内已经下跌了44%。为了鼓舞士气，鲍尔默以当时的股价授予34,000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多名微软员工股票期权。这位首席执行官在致员工的一封邮件中写道："我们都知道股票期权是薪酬的一个重要组成部分。"他宣布原先的期权"会在长期内具有价值"，而且希望"这些新授予的期权会让员工尽快获得收益。"微软将期权执行价格定在52周来的股价最低值，从而成功地使员工们没有因公司股价的暴跌而受损。但微软的股东们并没有享受到这种待遇。

在20世纪90年代末，滥用信托权力的案例不胜枚举，于是许多公司开始反思这种基于期权的薪酬制度。其中非常引人注目的一项行动是2003年7月，微软公司宣布放弃股票期权制度，转而采用限制性股票来激励员工。期权带来的收益是不对等的，与此不同，限制性股票给经理层和股东带来的结果是相同的，要么都获益，要么都受损。鲍尔默指出："不管这是不是一种股息政策，也不管会带来多少风险，让员工们的想法尽量趋近于股东，总是一件好事。"如果相当多的公司能仿效微软，那么在将来，公司的经理层就可能会更好地为股东的利益服务。

在这种情况下，尽管股东和公司经理层在利益上大体一致，还是存在着过多的权力滥用。经理层获得的过高薪酬，不管是直接来自工资的上涨，还是间接来自公司赋予的不合理特权，其实都是他们在用股东的钱中饱私囊。和基于期权的薪酬制度类似，在经理层和股东之间有时也会出现分歧。要减少公司股东和经理层之间的冲突，一定要从经理层的股票持有权入手。有见识的投资者通常都会选择内部持股率高的公司。

市场特征

2003年12月，美国股市的市值已超过13.1万亿美元，成为世界上最大的高流动性资本市场。美国股市中的股票数量超过5,244只，威尔希尔5000指数正是由此得名，当然这个名字并不完全恰当。美国股市规模庞大，很多市场的参与者便将整个股市分为多个部分。典型的分类指标包括市值规模（大盘股、中盘股和小盘股）、证券性质（成长股票和价值股票），以及公司行业特点（比如公用事业股、科技股和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

医疗卫生股)。总体来看,这些公司的股息收益率达到 1.5%,市盈率[①]达到 25.5%,而股价与账面价值的比率[②]为 3.1%。

小结

美国国内的股票为长线投资者提供了投资选择。根据金融理论的预测,股票在相当长的持有期内能带来更为丰厚的收益,而实际操作经验也证明了这一点。股东和经理层的利益大体一致,这使股票往往能同时实现公司外部所有者和内部管理层的目标。持有股票能在中长期内抵御通货膨胀的风险。股票的这些特点对投资者很有吸引力,也使股票在大多数的投资组合中发挥着重要作用。

但是,投资者们也必须注意:不要指望股票在任何时候都能显示出这些一般性特征,也不能让股票在目标投资组合中占据过大比重。债券和现金的收益可能会连续几年超过股票收益。例如,在 1929 年 10 月股市崩盘之后,股票投资者用了整整 21 年零 3 个月的时间才使自己的收益赶上债券投资者。股东和经理层的利益频繁出现的分歧令人苦恼。股价常常反映不出隐性通胀,有时在相当长的时间里都反映不出来。

对投资者来说,克服股票投资缺点的最好方法是在把资产合理分配到多种资产类别的基础上,持有一个类股市形式的包含各种股票的投资组合。虽然股票市场不能一直带给投资者稳定的收益,并对冲通货膨胀的风险,而且公司的经理层有时也会违背股东的利益,但是在一个经过深思熟虑而构建的长线投资组合中,股票投资仍然占据着中心地位。

美国长期国库券

美国长期国库券的购买者是美国政府公债债权所有者的一部分。持有政府债券在固定收益投资组合中发挥着重要作用,它吸引投资者

① 市盈率:一种股票估值方法,用公司的每股股价除以每股盈利。
② 股价与账面价值的比率:另一种股票估值方法,用公司的每股股价除以每股的账面价值(总资产减去负债)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的特点是拥有政府的完全信用担保，而且政府发行的债务证券数量非常庞大。

由于美国长期国库券拥有政府的完全信用担保，债券持有者不会面临违约的风险。他们知道在到期之日自己将会及时获得利息和本金，因此自然高枕无忧。但是，由于不担心违约风险，债券持有者也就不在意价格的波动。当利率上升时，债券的价格就会下降，因为现有资产的购买者需要做一个调整，从而反映出新发行的公债现在享有更高的利率。当利率下降时，债券价格上升，因为现有资产的卖出者要求获得更多的补偿，而这些资产在未来将会带来更具吸引力的定期收益。在所有的风险投资产品中，投资者对美国长期国库券的预期收益是最低的，因为他们在很大程度上相信美国政府会按期履约。

利率风险

债券让投资者们觉得迷惑不解。事实证明，利率和债券价格的反向关系（利率上升时债券价格下降，反过来，利率下降时债券价格上升）对于人们认识固定收益在投资组合中的作用至关重要。但是，对投资者的调查问卷显示：大多数的个人投资者连最基本的债券数学分析都不会，甚至一些备受尊敬的市场评论家有时都会搞错。《纽约时报》的财经版曾发表一篇标题很具有讽刺性的文章《更好地认识债券》，这篇文章宣称“债券的存续期①和价格与利率是同步变化的。一只存续期为7年的债券在利率上升1个百分点时，其价格会上升7%。而如果利率下降1个百分点，那么它的价格会下降7%”。当然，《纽约时报》对债券价格和收益关系的这种描述是非常荒谬的。利率上升会导致债券价格下跌，而不是上涨。这样一位颇受尊重并且精通金融知识的《纽约时报》财经记者尚且都会出错，一个普普通通的投资者又怎么可能不出错呢？

在美国长期国库券的投资领域内，风险主要和投资期有关。如果一位投资者的投资期是6个月，那么他就会认为6个月期的短期国库

① 债券的存续期：用来衡量债券的价格对利率的敏感度。它比债券期限能更好地衡量债券的存在期，因为存续期包含了对息票的支付，并会根据现金流的发生时间做适时调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



券是无风险的，因为他确信这种债券在到期时会得到及时兑付。同样一位投资期为 6 个月的投资者会觉得 10 年期的政府票据风险很大，当利率发生变化时，这种票据的价值可能会发生实际变化，即使持有期只有短短的 6 个月。利率的上升会给投资者带来损失，而利率的下降则会给投资者带来一笔意外之财。

类似的，一位投资期为 10 年的投资者会觉得购买 6 个月期的短期国库券将有极大风险。6 个月期的短期国库券要在 10 年持有期后带来收益必须进行 19 次展期交割。在刚开始时，投资者只知道第一次购买 6 个月期短期国库券时的利率，而对未来 19 次展期交割后的利率对投资者来说就有相当大的不确定性。除非投资者能很好地掌握持有期和到期期限，否则债券价格和利率的变化就有可能导致投资组合的价值偏离预期水平。

多元化的威力

美国长期国库券是使投资组合实现多元化的一种独特形式，它可以抵御金融危机和经济萧条带来的投资风险。在 1987 年 10 月发生股市大崩盘时，美国股市仅仅在一天之内就暴跌了 20%还多，投资者们只好寄希望于美国财政部能按时履约。虽然股价一落千丈，但长期国库券的止跌回升却给投资者留下了深刻印象。类似的，在 1998 年由于亚洲、俄罗斯和美国资本市场出现危机而导致经济衰退，进行“安全投资转移”的投资者们都相信美国财政部会履行责任。在出现危机的时候，政府债券使投资组合实现了最大程度地保值。

投资者在付出了高昂的代价之后才意识到政府债券能使投资组合实现保值。固定收益投资工具所带来的预期收益要低于股票型投资的预期收益。有些投资者试图通过持有收益率更高的企业债券来降低持有政府债券所带来的机会成本。但不幸的是，非政府债券具有信用风险、流动性差和期权性风险等特点，这就使得它抵消经济衰退所致损失的能力大为降低。而长期国库券具有不可回购性、期限长、无违约风险等正面特点，为投资组合实现多元化提供了一种最有威力的投资工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到2003年12月31日为止，在美国发行的政府债券中，大约34%是由财政部之外的部门发行的，其中包括很多政府支持企业(GSEs)。(除美国财政部之外，前三大债务人分别是：美国政府国民抵押贷款协会，通称“吉利美”(GinnieMae)，它拥有美国财政部的完全信用担保；美国联邦住宅国民贷款公司，通称“福利美”(FreddieMae)，它仅享有财政部的部分信用担保；美国联邦国民抵押贷款协会，通称“房利美”(FannieMae)，它也不拥有财政部的完全信用担保。)很多投资者将GSEs发行的债券视为美国财政部发行债券的近似替代品。事实上，很多GSEs的运转介于政府保证兑付的确定性和公司不能保证兑付的不确定性之间。虽然大多数市场评论家都认为GSES的违约率似乎很低，很多GSE的责任中可能有一些特权并不利于债券持有者。

很多试图只购买美国长期国库券的投资者面临着一项异常可怕的任务。很多政府债券型的共同基金向GSE提供了大量贷款，因为基金经理人执行的是一种由来已久的以“无”换“有”的投资操作，即不增加投资组合所面临的风险(“无”)而通过GSE债券增加收益。但是由于GSEs可能面临信用恶化并且可能行使某些特权，这就有可能使债券持有者的利益受损。只购买固定收益证券的投资者一般避免购买GSE债券而选择美国长期国库券，因为它享有美国政府的完全信用担保。

债券价格与通货膨胀

传统美国长期国库券的投资者只关注与名义收益有关的信息，这就使债券投资变得更为复杂。在有些情况下，投资者最关心的是名义收益，例如，如果一个债务人希望只履行固定义务，那么他就只需要偿付欠债的数额，不多也不少。国库券等投资产品名义面额与名义负债是非常一致的。另一方面，如果一个退休者想要维持一定的生活水平，那他需要足够的资金来应对通货膨胀导致的物价变动。对通货膨胀敏感的投资产品能够应对通货膨胀带来的影响，而国库券则不然。对于传统国库券的持有者来说，通胀率的变动将会影响去除通胀因素后的收益，而且这种影响是无法预料的，这就可能导致投资的预期结果和实际结果出现偏离。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为了在去除通胀因素后能实现正收益率，投资者们会比较各种固定收益投资工具的价格。如果实际通胀率与持有期开始时的预测基本相同，那么债券的持有者就可以获得预期的去除因素后的收益。如果实际通胀率超过预期，预料之外的通货膨胀就会使债券在定期定额获得偿付后的购买力下降，去除通胀因素后投资者的收益也必然令其感到非常失望。如果实际通胀率低于预期，较低的全面通胀率将会提高投资者的购买力。实际通胀率偏离预期通胀率将会改变固定收益投资者实际收益的购买力。

如果预期通胀率不能与实际通胀率相符，债券的业绩表现往往不同于其他类型的金融资产。发生预料之外的通货膨胀会使债券贬值，而最终使股票升值。而发生预料之外的通货紧缩则会使债券升值，使股票贬值。当实际的通胀水平和预期相差甚远时，与股票相比，债券赋予投资组合最大程度的多元化。

利益一致性

事实证明，国库券购买者和美国政府的利益比公司债券购买者和发行公司的利益更为一致，政府没有什么理由得罪债券持有者。从本质上讲，降低政府债券价值的行为只是将这部分价值从债券持有者转移给非债券持有者。事实上，如果政府的所有欠债都在本国范围之内，那么改变债券价值给政府带来的好处和坏处将正好抵消它带给债券持有者的坏处和好处，只不过是使这部分价值从一个群体转移给另一个群体（从纳税人转移给债券持有者或从债券持有者转移给纳税人）。更进一步来讲，如果政府真的让债券投资者受损，那么以后它将很难再进入信用市场。对于国库券的持有者来说，他们很少会担忧与政府在利益上出现不一致。

国库券投资者一般都认为政府在债务管理过程中扮演的是一名中立者的角色。公司债券持有人与发行公司处于对立面，与此不同，政府债券持有人希望得到公平对待。从 1975 年到 1984 年，美国财政部发行了 20 次 30 年期的国库券，并附有到期前 5 年可回购的条款。回购条款允许债券发行人以某一固定价格买回其发行的债券。只有在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个固定回购价格低于不考虑回购条款而算得的债券价值时，受经济利益驱动的债券发行人才会执行回购条款。执行回购条款就不用支付票息，这对债券发行人有利，却损害了投资者的利益。

政府在债务市场上扮演的角色具有特殊性，因此，对于政府行使回购权是仅仅为了更好地管理债务还是仅仅为了偿还债务，债券市场的投资者对此持有不同意见。如果政府行使回购权只是管理债务的需要，那么债券持有人面临的特殊风险可能会带来收益，也可能会带来损失。而如果政府行使回购权只是为了偿还债务，那么债券持有人就可能面临经济损失。

政府债券持有人猜测美国财政部在 2000 年 1 月 14 日将会采取什么举动，那一天财政部“宣布在 2000 年 5 月 15 日以票面价格回购 2000 年 5 月到期、票面利率为 8.25%的国库券”，他们也就知道了问题的答案。这次美国政府是出于经济动机，通过回购高息债券来降低财务费用。

在后来的偿付过程中，美国政府回购债券明显是出于经济利益的考虑。在 2004 年 1 月 15 日出版的《公共债务消息》发表了一篇题目毫无创意的文章《财政部将回购 2004 年 9 月到期、票面利率为 9.125%的国库券》，政府指出：“回购这些证券是为了降低债务融资的成本。9.125%的利率远远高于筹集资金等这些债券 5 年后到期再进行偿付的现行成本。在目前的市场条件下，财政部预测，这次回购节省的利息支出和再融资费用将达到 5.44 亿美元。”换句话说，政府以 3%至 4%的利率成本来偿还利率为 9%加票息的债券能为其减少大量的利息支出。

虽然政府回购 2004 年 9 月到期利率 9.125%国库券是出于经济利益的考虑，但投资者们对政府是否会执行回购条款的争议却显示出政府与其债权人之间非同寻常的关系。事实上，可回购的国库券发行方案只实施了 10 年的时间，而且在全部的政府债券中只占了较小的一部分。此外，这种回购条款只对 30 年期债券的最后 5 年有影响，这不同于常常存在于长期公司债券中的那些更为激进的回购条款。美国财政部停止发行可回购债券也许是为了改善提供给政府债券市场投资者的债券性质。不论如何，在所有的债券发行者中，政府与债权人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费·
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



的利益一致性是最高的。

市场特征

到 2003 年 12 月 31 日，美国发行的政府债券总值达到 2.8 万亿美元，其中 1.8 万亿美元是拥有美国财政部完全信用担保的长期国库券，1 万亿美元是美国政府支持企业发行的债券。美国国库券的交易市场是世界上最为深厚和高效的。

到 2003 年底，美国国库券的到期收益率①达到 3.4%，平均期限和平均存续期分别为 7.5 年和 5.2 年。其他政府机构发行的债券收益率为 3.4%，平均期限和平均存续期分别为 6.2 年和 4.3 年。

小结

美国国库券是使投资组合实现多元化的一种特殊形式，能够抵消财政危机和预料之外的通货紧缩所带来的损失。它拥有美国政府的完全信用担保，期限长而且不可回购，其他任何一种资产类型的多元化威力都无法与之相媲美。

但是，投资者也为国库券的这种多元化威力付出了代价。由于它的安全性很高，投资者对它的预期(和应得)收益都要低于其他风险性更高的资产。虽然长期国库券的持有者在通胀率下降时能够获益，但是如果通货膨胀超出预料，那他们就会遭受损失。国库券的预期收益不算太高，与通货膨胀之间是反向作用的关系，这就要求长线投资者对这种资产类别进行适度的配置。

通胀相关债券

1997 年 1 月，美国财政部开始发行通胀指数国债，亦称通胀保值国债(TIPS)，为那些用美元进行交易的投资者提供了一种重要的新型投资工具。TIPS 通过调整通胀相关证券的本金额可以使投资者避免物

① 到期收益率：代表了投资者买入并持有债券直至到期日的预期收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价全面上涨带来的损失。由于TIPS的固定息票利率适用于去除通胀因素后的债券本金，所以支付的利息和本金都能反映出通胀率的变动。

在TIPS到期时，其投资者可能会分得红利，因为债券偿还了去除通胀因素后的本金或者原始面额的大部分。在出现通货紧缩时，投资者将以债券的无折扣票面价值获得偿付，这将使他们从中获利。在出现全面通货膨胀时，TIPS在发行时所具备的最大价值就是到期时有权以票面价值获得偿付。当物价上涨时，以指数计算的债券本金价值也随之上升，这就使债券的票面价值产生盈余。如果接着发生通货紧缩，那么在保护票面价值之前就需要减少这些累积起来的盈余。希望能使债券票面价值得到最大保护的投资者会不断地在新近发行的证券中选择买入并持有TIPS。

普通的美国长期国库券为希望获得一定名义收益的投资者们提供了一种无风险的投资工具，类似的，TIPS也为希望获得一定实际收益的投资者提供了一种无风险的投资工具。由于发行者相同，都没有违约风险，偿付的利息和本金在结构组成上相似，很多市场评论家都将普通的美国长期国库券归为TIPS的一类。事实上，在美国财政部开始发行TIPS时，创造了应用最广泛的债券市场指标的雷曼兄弟公司就将定期发行的长期国库券列为TIPS的一种。

将定期发行的国库券列为TIPS的一种是错误的，因为这两种债券在物价发生突然变动时做出的反应是不同的。预料之外的通货膨胀不利于定期债券，因为它会降低定期债券所获固定偿付额的购买力。相比之下，预料之外的通货膨胀对TIPS并没有不利影响，其持有者会获得更高的收益，因为偿付额会随上升的物价水平而做出相应调整。突然的通货紧缩有利于定期债券，因为它会提高定期债券所获固定偿付额的购买力。相反地，突然的通货紧缩会减少TIPS持有者所获得的定期利息收入，即使他们最后获得的本金并不会减少。TIPS绝对不同于普通的债券，应该把它们归为单独的一类。

比较一下传统美国国库券和TIPS就会发现它们的巨大差异，比如美国财政部发行的2008年2月15日到期、利率为5.5%的长期国库券和2008年1月15日到期、利率为3.625%的通胀指数债券。在2003年底，普通债券和通胀保值债券的到期收益率分别为2.8%和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



0.9%。由于这两种债券的信用特征相同，到期日期也差不多相同，所以两者的收益差异完全是由于他们的偿付特征不同。普通债券和通胀保值债券的收益差异是 1.9%，这是从债券角度来看通货膨胀的最佳估计。如果通胀率超过 1.9%，胜出者就是 TIPS 的持有者。如果通胀率不足 1.9%，胜出者就是普通债券的持有者。

有一些外国政府发行通胀保值债券。和购买普通债券一样，美国国内的投资者在涉足非美国财政部发行的债券时也是非常谨慎的。英国、加拿大、澳大利亚、法国和瑞典都有大量通胀指数债券的发行方案。由于外国政府发行的债券基本都是以本国货币进行偿付，所以美国的投资者将面临汇率风险。外国市场在未来的通货膨胀率可能与美国不同，再加上未来的外汇兑换率有不确定性，这就使得非美国政府发行的通胀指数债券无法抵御美国通货膨胀所带来的风险。

美国公司发行的通胀保值债券带来的又是别的问题。和普通的公司债券一样，公司发行的通胀保值债券的缺点主要是有信用风险、流动性差、回购条款不够吸引人。另外，投资者可能会考虑在高通胀的情况下持有公司发行的通胀保值债券将会带来什么样的影响。事实证明，能够抵御物价上涨的风险是最重要的，但公司可能是最没有能力按期履行偿付责任的。

TIPS 的价格和通货膨胀

TIPS 是抵御通货膨胀风险的最佳投资工具，因为它的债券偿付机制是与通胀率的变动直接挂钩的。美国政府的完全信用担保使它不面临违约风险，从数学意义上看，它肯定能够抵御通货膨胀带来的风险，因此它为投资者提供了一种威力巨大的投资组合工具。

利益一致性

同美国财政部发行的普通债券一样，TIPS 的债权人和债务人在利益上是一致的。与私人之间的借贷关系(借方在贷方受损的情况下获益)不同，政府试图让借贷双方实现公平交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了推广 TIPS,美国财政部突出强调了它对借贷双方的好处。对债权人来说,TIPS“为任何一种多元化的投资组合做出了特殊贡献”。对债务人来说,TIPS“扩大了财政部的投资者阵营,并分散了它的融资风险”。美国政府对债权人和债务人的态度不偏不倚,这就使它不同于那些唯利是图的私营经济部门。

市场特征

到 2003 年 12 月 31 日,美国财政部发行的通胀保值债券总量仅为 2,010 亿美元。美国财政部在 1997 年 1 月推出的这一方案为投资者们提供了一种有价值的、多元化的投资工具。到 2003 年底,TIPS 的名义收益为 3.4%,实际收益(去除通胀因素)为 1.7%,平均期限和存续期分别是 11.7 年和 5.9 年。

小结

虽然 TIPS 的市值只占到普通国库券的 10%多一点,但是对通胀敏感的 TIPS 让投资者们又多了一种不错的选择。而且由于 TIPS 没有违约风险,并拥有美国政府的完全信用担保,它成为衡量其他通胀敏感型投资产品的标准。

国外发达市场的股票

投资国外发达国家的股市可以带来与投资美国股票相同的收益。但是与国内投资相比,海外投资有两个重要的不同之处。第一,美国以外的市场对于不同的经济力量会做出不同的反应,这样,在世界上不同的地区,收益也就不同。第二,投资美国以外的市场,投资者还面临汇率波动带来的影响,这就使投资方程式又多了一个变量。

发达国家股市的预期收益水平基本类似。由于在经济的基础设施方面具有可比性,经济发展的推动因素也相同,长期以来劳动力、货物和服务等都实现了跨国自由流动,这些因素的公共作用使投资者有理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由期望从投资不同的发达市场股市中获得相似的长期收益。虽然投资者对某一国家的投资热情会随其市场形势的强弱而或涨或落，但是在一段相当长的时期内，投资者对北美、欧洲和亚洲发达市场的收益预期可能是大体类似的。

事实上，从1970年采用摩根士丹利资本国际公司（MSCI）编制的欧澳远东指数（EAFE）来追踪美国以外股市的业绩表现开始，34年来，欧洲、澳大利亚和远东（EAFE）国家的股市年均收益率为10.0%，而跟据标准普尔500指数算得的美国股市年均收益率则为11.3%。虽然美国股市和国际股市的收益水平比较接近，美国股市的领先优势还是显而易见的。由于对股市业绩进行的这种比较对起始日期高度敏感，最合理的结论是：历史依据并不能推翻国内股市和国际股市的预期收益大体相等这个现行假设。

国外股市和美国股市的相关性不强，这就为投资者提供了一个难得的多元化投资机会。据有些评论家预测，经济全球化进程已经使世界不同股市的业绩表现越来越趋于一致，这会使人们逐渐失去这个多元化的投资机会。在有证据表明不同股市的相关性越来越强时，那些对多元化投资持怀疑态度的人又指出了各个股票市场在1987年股市大崩盘和1998年金融危机时的表现。在这两次事件中，全球的股市都出现暴跌。但是，1987年和1998年出现的股市暴跌中也出现了一些短期事件，即市场的交易者表现出对流动性和高品质的极度追捧。很多发达国家股市的一致表现只维持了较短的时间，随后各个国家的股市又恢复为各自受本国股市业绩表现驱动因素的影响。

以美国和日本股市的收益来做比较。在20世纪80年代，日本在全球股市占据着支配地位，其年收益率达到28.4%，而其他非美国股市的年收益率为16.5%，美国股市的年收益率则为17.4%。日本股市在此轮牛市期接近尾声时总市值位列世界第一，甚至已经在规模上超过了市值巨大的美国股市。

20世纪90年代，日本的命运发生了逆转。在20世纪的这最后10年里，由于日本经济的崩溃，日本股市平均每年下跌0.9%。相比之下，其他非美国股市的年均收益率达到13.5%，美国股市的年收益率更是达到令人咋舌的18.2%。随着日本股市的下跌，日本逐渐失去了全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的霸主地位，与美国的差距更是越拉越大，日本股市的一单位市值不足美国的1/5。很明显，在不同股市上进行的投资表现各异，收益也各异，这就使投资者持有的投资组合实现了多元化。

当投资组合的核心资产收益不佳时，投资者往往会在绝对程度和相对程度上追求多元化。例如，1993年1月，由于之前很长一段时间内国外股市的业绩相对较差，在共同基金的总持有量中，对外国市场的投资只占到了5%。在1993年和1994年，国外发达国家的股市扭转了这一趋势，其业绩比美国总共高出29%。1994年10月，共同基金的投资者被国外股市的强劲业绩表现所吸引，持有国外股票的比重达到14%这样一个空前高的水平，在不到两年的时间里增长为原来的三倍。和追逐业绩的行为类似，多元化的时机选择也会带来损失。在接下来的4年里，国内股市的业绩再一次超过国外股市，国外投资者比国内投资者的业绩相比总共下降了84%。从1999年1月起，共同基金的持有者早就已经不再钟爱业绩落后的国外市场，他们减持了多于40%的国外股票，使外国共同基金在股权投资中占的比重只剩下8%。

相比之下，国外股票表现强劲，这使得共同基金的持有者大量地增持非美国股票，他们都提到多元化是把资金配置到外国股市的原因。多元化的资产如果业绩令人失望会使投资者在不适当的时候减少资产的配置。理性的投资者追求多元化是把它当成一种降低风险的措施，而非追逐业绩的手段。不管市场形势如何曲折多变，如果投资者都能严格遵循持有多元化投资组合的原则，就为取得长期的投资成功创造了条件。事实上，如果考虑市场情况，投资者在经历不佳业绩之后可以通过增加资产类别的种类来提高成功的胜算。在任何情况下，国外股票都是降低投资组合风险的一种重要工具，而且还不会减少预期收益。

国外股票的投资者认为外汇风险是投资国外股市不可避免的一部分。实事求是的投资者不认为在经过外汇兑换后会增加或减少自己的投资所得。即使市场的预言家们花费很多纸墨、用很多的篇幅来预测未来市场的汇率，没有谁真正知道货币将何去何从，理性的投资者不会去预测货币。

有些评论家建议持有国外股票的投资者对外汇风险进行定期防

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



御。但不幸的是，事实证明这种防御很难进行，因为国外股票的经理人不确定持有期的长短，也不知道未来持有量的规模，这样，何种期限和程度对这种防御才是合理的就成了问题。结果，国外股票的持有者必然就会认为这种资产类别至少面临一些外汇风险。

幸运的是，金融理论家总结出一定程度的外汇风险使投资组合更加多元化。只要用外汇持有的投资没有占到投资组合总资产的大概1/4以上，外汇风险可以减少投资组合的总体风险。如果超过了1/4，外汇风险将会带来意外风险。

国外股票的价格和通货膨胀

国内股票的投资者面临通货膨胀带来的矛盾处境：股票似乎能在长期内抵消通货膨胀带来的损失，但它们在短期内与物价上涨似乎又没有什么关系。国外股票的投资者就不会遇到这个难题。国内的通货膨胀和国外股票以美元计值的收益之间联系非常微弱，这就使国外股票不能抵御通货膨胀的风险。

利益一致性

美国投资者和外国公司之间的利益一致程度类似于美国投资者和美国公司，这是本书提到的第一种近似情况。大体说来，不管是投资于国内还是国外，股票投资者都希望公司经理层能够维护股东的利益。

即使安然和世界通信等公司出现的丑闻突出了美国公司治理的缺陷，但在美国仍然存在的事实是：股东和经理层的利益还是存在着很强的一致性。概括地讲，在世界其他地方，公司的经理层更是没有一门心思追求利润。在有些国家，文化规范使得经理层更为关注其他股东的需要，包括工人、债权人和更广意义上的社会群体。而在其他国家，不合理的公司治理结构使得控股股东能够侵吞小股东的资产。虽然国外公司的经理层与股东之间的利益一致性较弱，对持有国外股票的投资者不利，但国外股票带来的好处是增加了投资机会，这就使

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得个人投资组合有理由将非美国的证券包含在内。

市场特征

截至2003年12月31日，根据摩根士丹利资本国际公司的测算，国外发达国家股市的总市值达到13.9万亿美元。MSCI选取了美国以外的21个发达国家，其总市值的和与美国股市的总市值大致相等，美国股市在2003年底的总市值是13.1万亿美元。日本虽然经历了十多年的收益惨淡期，它还是以3.2万亿美元的资产在美国以外的世界中居于首位。其他规模较大的股市包括英国(2.4万亿美元)、法国(1.4万亿美元)和德国(1.1万亿美元)。欧洲股市的市值占到了美国以外的股市总市值的62%，亚洲占27%，加拿大占6%，澳大利亚/新西兰占4%。

总体上看，国外发达国家股市的股息收益率达到2.4%，市盈率达到23.5%，股价与账面价值比率为2.0%。地区性的变化也有关系。在2003年底，欧洲的股息收益率是2.8%，而日本则为1.0%。欧洲股市的市盈率是20.3%，股价与账面价值比率是2.1%，而对于日本，这两个比率分别为66.0%和1.7%。

小结

由于美国以外股市的预期收益与美国股市的预期收益大致相似，投资者们持有国外发达股市的股票首先是为了让投资组合实现多元化。它之所以能实现多元化，最重要的是因为在美国以外的股市上，股票收益的推动力量与美国不同。外汇风险又使投资者的投资组合多了一种多元化的手段。

理性的投资者在任何情况下都会投资国外股市，而不管它在近期和过去的业绩，但通常投资者们都是在看到国外股市经历了一段强劲业绩期后才会寻求国外股票带来的“多元化”。如果这种“多元化”策略带来的收益没有超过国内股市，投资者就会放弃这些令他失望的“多元化”资产。追逐业绩的投资者们用国际股票破坏了投资组合，给自己带来了损失，给投资收益带来了损害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



新兴市场的股票

投资新兴市场代表了有价证券投资中高风险、高预期收益的一部分。新兴市场是指那些经济发展处于中间阶段的国家，既不是欠发达国家也不是发达国家，投资者面临一系列难以应对的重大风险。在宏观层面上，投资者关心的是它们的整体经济发展情况以及证券市场的基础设施。在微观层面上，投资者担心是新生企业的管理质量和赢利目标。

在经济发展史上曾有很多新兴市场以没落告终。在一篇标题惹眼的文章《生存》中，斯蒂芬·布朗、威廉·格茨曼和斯蒂芬·罗斯发现 20 世纪初 36 家股票交易所在营业。这 36 家交易所中，“超过一半都曾经历过至少一次严重的交易中断，原因通常是国有化或者战争。”更令那些相信这一过程必然性的投资者痛苦的是，在 1900 年时运转的 36 个股市，在 100 多年以后，整整 15 个仍被定义为新兴市场。位于塞尔维亚首都贝尔格莱德的股市甚至已经落选 21 世纪新兴市场的名单。这些作者们不动声色地指出：“事实上，‘新兴市场’这个词本身就承认这些市场可能会衰落。”

近年来，投资者们抓住机会投资阵营日益壮大的发展中国家股市。摩根士丹利资本国际公司是美国以外股市指数的主要制定者，它从 1988 年开始用 8 个国家（包括墨西哥、约旦、泰国等）的股市指数来追踪新兴市场。5 年后，这些国家的数量迅速涨到 19 个，其中重要的新加入者包括印度、韩国和葡萄牙。到 1998 年，这一数量又达到 28 个，南非、俄罗斯和众多中欧国家都被纳入到了 MSCI 的追踪范围之内。

偶尔也会有一些国家从新兴市场的阵营转入发达国家的世界。1997 年葡萄牙完成了这一跨越，而希腊在 2001 年也成为发达国家。随着新兴国家取得进步，将会有越来越多的国家迈入发达国家的阵营。

市场评论家经常会将经济的快速发展同光明的股市前景混淆在一起。举个极端的例子，在实行计划经济的国家，资源配置的各项原则都不是有利于证券市场的。很明显，其经济发展对股票价格没有任何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响，因为股票在这种经济体制下根本就不存在。再举一个没有这么极端的例子，在一个实行市场经济但资源配置不合理的国家中，股本金的提供者可能会连续经历糟糕的回报。公司收入的增长可能同公司管理层（薪酬）和政府部门（税收）收入的增长不同步，这就使资本获得的补偿出现不足。在运行良好的经济体制下，股价和收益的调整能反映出金融市场的情况，并不是所有的新兴经济体都能良好运行。股市投资要想赢利，就要求发行股票的公司能够赢利，因为投资者最终分享的是公司的利润，这就是投资新兴市场的投资者在微观经济层面上所要面临的主要风险。新兴市场和其他的市场一样，经济的发展并不一定带来股市的辉煌。

对于新兴经济体的市场，其基础设施的发展时断时续，因为立法机构、监管机构和公司的管理层才刚开始学习具体的游戏规则。那些习惯了在美国受到庇护的投资者们觉得大多数的新兴市场不够热情周到。在这些新兴市场上，证券立法的质量有好有次，政策法规有的执行不力，有的得到全力执行，忠诚维护股东的利益也只是一句谎言。股票已经售出，公司概不负责，投资者需要自行小心。

政府的政策有时会损害投资者的利益，而且在极个别情况下是以令人吃惊的方式。在 1998 年亚洲金融危机时，马来西亚政府限制了令吉（马来西亚的货币）的可兑换性，从而有效地阻止了外国投资者汇出资金。由于在资本管制方面的恶劣行为，MSCI 将马来西亚从这个公司的新兴市场指数上除名。直到 1999 年底取消资本管制，马来西亚才重新确立了它作为 MSCI 成熟一员的地位。

在新兴市场上，公司的行为有时就像拓荒时尚无法制的美国西部。有一位市场评论家建议投资者把钱投向经理层试图进行重大盗窃罪的俄罗斯公司，并避免把钱投入到经理层涉嫌轻微盗窃罪的公司。这个建议表面上相互矛盾，其理论依据在于看到了公司价值的经理层会试图去偷整个公司，而看到公司价值不大的经理层只会小偷小摸。

利益一致性

新兴市场上利益一致性不高是投资者所面临的主要风险因素之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一,这使得他们要求从新兴市场的股票投资中获得更高的收益率。由于在这种操作环境下,立法和监管问题的定义和解决机制不健全使投资结果具有不确定性,这就迫使理性的投资者们寻求额外收益。

新兴市场的政府有时会使股东和经理层的利益出现不一致。对当地股票的持有权和邮票权的控制造成了两个等级的股东,关于二等股东即外国投资者的问题便随之而来。资本管制虽然不大常用,但还是妨碍了外国投资者自由汇划资金的能力。新兴市场的政府监管可能会损害外国投资者的利益。

其他的例子就是公司的经理层不按照股东的利益行事。在很多亚洲国家存在的一个尤为普遍的问题,是很多家族企业满足家族私欲代价是外界小股东的愿望破灭。缺乏透明度使这个问题进一步恶化,因为外部投资者通常缺乏必要的信息来发现和解决内部人交易问题。

随着新兴市场逐渐成熟和全球资本市场实现自由化,利益的结构性失调问题已经有所减轻。但是,由于新兴市场的立法和监管体制不很理想,理性的投资者向在此框架下运行的公司投资时,还是要求获得一笔不菲的额外收益。

市场特征

到 2003 年 12 月 31 日,根据 MSCI 公司的统计,新兴市场的股票总市值达到 2.8 万亿美元。在新兴市场的股票资产中,亚洲占到 54%,拉丁美洲占 19%,非洲和中东占 18%,欧洲占 9%。

在 2003 年底,新兴市场的估值已经超过美国(至少对于追求价值的投资者而言是这样的)。新兴市场的股息收益率为 2.3%,相比之下美国股市的股息收益率为 1.5%。市盈率为 15.0%,股价与账面价值比率为 1.9%,相对于美国股市的水平而言,这两项指标大打折扣。

小结

新兴市场的股票投资者要经受高水平的基本投资风险, 因此,他们要求巨大的预期收益以获得补偿。但在统计数据良好的一段时间来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看，这些投资者们几乎没有获得风险补偿。从 1985 年起，世界银行旗下的国际金融公司（IFC）开始评估新兴市场的股票收益，到 2003 年 12 月，新兴市场的股票年收益率为 9.8%（按 IFC 的全球综合指数计算），而根据标准普尔 500 指数计算的美国股市年收益率为 13.3%，根据欧澳远东指数（EAFE）计算的美国以外发达国家的股市年收益率为 11.0%。新兴市场与发达市场的收益逆差表明：新兴市场的投资者相比发达市场的投资者虽然接受了更高的风险，但却没有获得额外的收益。新兴市场的投资者希望在未来能够得到比过去更好的待遇。

由于宏观和微观经济层面上的原因，新兴市场的股票有望带来高预期收益，与此相应，风险水平也很高。将资产适度配置到新兴市场的股票上很有可能改变大多数投资组合的风险和收益特征。

房地产

投资房地产让拥有商业写字楼、公寓大楼、工业仓储区和零售场所的投资者们获得利润并经受风险。持有高质量的房地产能将他们长期租给适合的租户，从而带来巨额的现金流。持续不断的现金流使资产估值具有稳定性，因为资产价值的很大一部分来自于相对可以预见的现金流。相反地，当租约快到期时，房东就面临解约风险，投资者的剩余价值将在短期内发生变化。在没有租户的极端情况下，房地产就具有了投机的性质，因为对它的估值完全取决于出租前景。

房地产投资集合了固定收益投资和股票投资的特征。它的固定收益性在于租户要履行他与房东的租房合同中规定的义务，定期缴纳房租。有长期租约的房产显示出来的主要是类似债券的特征，而它的股票投资性则在于近期闲置或预计在未来将闲置的房产出租出去将带来剩余价值，没有租户或者租约很短的房产显示出来的主要是类似股票的特征。

典型的房地产投资是指地理位置好、出租情况好的高质量房产，投资者可以期待从已出租的房间那里定期获得租金，并在一段时间以后从现在闲置的房间那里获得收入。含有操作成分的房地产不符合核

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

心投资的一套标准，因为操作特征在很大程度上决定了投资结果，就使这项投资变得类似于股票。对生地、在建项目和饭店运营进行的投资不属于核心房地产的范畴，主要原因是这些投资要特别依赖专业的操作知识才能产生现金流动。

风险和回报特征

房地产的风险和回报介于债券和股票之间。由于房地产投资能带来类似债券的租金收入和类似股票的剩余价值，投资者就希望它的投资结果能在大体上介于投资债券市场和股票市场之间。伊博森合伙人公司过去 78 年的数据显示股票的年收益率是 10.4%，而政府债券的年收益率则为 5.4%。进行一下折中的话，房地产投资者期望每年得到比投资债券高出大约 2.5%的收益是符合实际的。

有关市场回报的短期数据证明房地产的风险和回报特征介于股票和债券之间。在 1978 年到 2003 年的 25 年间，按照房地产证券指数算得的房地产年收益是 12.0%，而根据标准普尔 500 指数算得的股票年收益是 13.5%，美国中期国库券的年收益则为 8.7%。资本市场的发展历史证实了我们对房地产相对收益的预测。

对房地产的估值相比对其他很多风险资产的估值要稍容易一些。试想一下，对于处于均衡中的市场，对现有资产进行重置的成本是市值的重要决定因素。事实上，房地产市场为托宾提出的“q”(指一项资产的重置成本与市值的比率)的效力提供了一个强有力的例证。如果某一项房地产资产的市值超过了重置成本，那么类似产品的房地产开发都将具有经济意义。明显地，在这种情况下，表现为新建建筑成本百分比的收益就超过了估值更高的现有资产的收益，这就鼓励人们新建将带来高收益的建筑。相反地，如果重置成本超过了市值，房地产开发就没有任何经济意义。在这种情况下，成本的收益就低于估值稍低的现有资产的收入。明智的市场参与者就不会选择建造新的建筑，而是会购买现有的资产，从而使市值趋近于重置成本。

托宾提出的“q”在房地产市场中尤为有用，因为它的重置成本是一项容易确定和观察的变量。虽然在股市上托宾提出的“q”能够让我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们了解各个公司、广大市场部门甚至整个股票市场的估值，但要确定当今错综复杂、分布广泛的各个公司实体的重置成本，却是一项可怕的挑战。相比之下，评估在郊区新建一个购物中心或在城区新建一座写字楼的成本就容易操作得多。事实上，很多见多识广的投资者会评估一项资产的再生成本并将重置成本折扣视为购置房产时的一项重要投资标准。

上市和私人持股

投资房地产的与众不同之处，在于它提供的大量投资工具中既有上市类又有私人持股类。房地产上市和私人持股的差别在形式上，而非实质上。上市和私人持股的房地产都给持有房地产投资者带来了收益和风险。

有一种特殊的投资工具使很多房地产的投资者获益，那就是房地产投资信托基金(REIT)。房地产投资信托基金不同于一般的公司实体，它不用缴纳所得税，只要它能将至少 90%的应课税收入进行分配，并保证至少 75%的收入来自于房产的出租、按揭和销售，房地产投资信托基金所起的作用是使收入在未被课税的情况下从证券流到本来可能负有纳税义务的证券持有者手中。房地产投资信托基金既可以上市，也可以私人持有。

即使上市交易和私人持有的房地产投资工具对投资者而言都是房地产资产，但是公开上市的证券经常以偏离公平价值的价格进行交易。绿色街道顾问公司是一家专门关注公开上市的房地产股票的研究公司，它会定期调查市场价格与公平价值的差异。调查结果使短线投资者有所犹豫。根据绿色街道顾问公司的估计，在 1990 年的某个时候，房地产证券的交易价格要比公平价值少 36%。而到 1993 年，股市发生了逆转，和房地产有关的股票在估值上比公平价值高出 28%。在 1994 年底，市场价格又比公平价值少了 9%，而到 1997 年，股票投资者需要付出高于公平价值 33%的市场价格。20 世纪 90 年代末对房地产证券来说行情很差（对大多数其他证券而言行情却好得很），2000 年初，估值的差额达到 20%还多。2004 年初，股市的非房地产板块进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人熊市，而房地产证券则呈现出牛市的特征，市场价格高出公平价值22%还多。上市证券的市场价格和公平价值波动较大，这就使得上市交易和私人持有的房地产资产在收益上关联度较低。

市场价格和公平价值的差异困扰了短线投资者，令他们感到忧虑的是买进时多付的价格和卖出时少收的差价会给持有期的收益带来损失。而市场价格和公平价值的不同带给长线投资者的问题就要少一些，因为在较长的投资期内，市场价格和公平价值的关系带来的短期干扰造成的影响要小。谨慎的投资者使用定期定额策略来进入和退出明显偏离公平价值的股市。

让我们再来比较一下 1978 年到 2003 年间上市交易和私人持有的房地产资产在收益上的差别。根据美国房地产投资信托基金协会(NAREIT)综合 REIT 指数的测算，有价房地产证券在这段时间的年收益率是 12.0%。而根据美国房地产投资信托评议委员会(NCREIF)全国地产指数（NPI）的测算，私人持有的房地产资产每年的收益率是9.3%。由于全国地产指数(NPI)下的私人资产没有考虑杠杆作用，它的收益在去除风险因素后和房地产投资信托基金(REIT)的杠杆收益大致相当。在任何情况下，这两种房地产投资的结果都要好于美国中期国库券 8.7%的年收益率，而低于股票市场根据标准普尔 500 指数算得的 13.5%的年收益率。即使上市交易和私人持有的房地产在每天的交易中表现出较低的相关性，它们的投资结果在一段较长的时间内还是相似的，这和资本市场的期望也是一致的。

虽然有时会出现例外，但对个人投资者而言，上市交易的房地产证券大体上是相对来讲高质量而低成本的房地产资产。不幸的是，私人提供的零售房地产合伙却鲜有例外地给房地产带来高昂的成本，以至于个人投资者都没有机会获得公平收益。

威尔斯私人房地产投资信托基金(REIT)

威尔斯资产管理公司为个人投资者管理着最大的私人房地产投资项目之一。在 2003 年 12 月，这家公司已经有 117,000 多名投资者，在其管理下的投资组合总资产已达 47 亿美元，同时，他们还在积极努

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力再融资78亿美元用来做新的投资。威尔斯资产的私人房地产投资信托基金(REIT)发行条款保证为这个公司和它的代理网带来财产收益,但同时却没保证为个人投资者带来好的投资收益。

这些问题的出现始于融资过程。在2002年7月26日的一次发行中，威尔斯投资服务公司试图为一只房地产投资信托基金融资30亿美元,用于投资高质量而且出租情况好的写字楼和工业用房地产。尽管这项方案是投资房地产市场中较为简单的部分,威尔斯资产还是制定了一个三级收费方案,显示出了他们近乎疯狂的贪欲。一级费用发生在投资的组织和发行阶段,二级费用与收购和开发活动有关,三级费用则是用于资产的管理和处置。

对威尔斯发行费用最好听的描述从“数额巨大”到“令人讨厌”。在发行总收益中,7.0%用于支付代销佣金,2.5%支付给经销商经理,3.0%用于支付组织和发行费用，这三者加起来，投资者的资金就耗费了12.5%。在投资者的资产用于购买房地产之前,威尔斯投资证券公司和威尔斯资产公司就已经花掉了30亿美元发行款中的3.75亿美元。

威尔斯依赖一套进取的激励措施来出售它的房地产投资信托基金。包销费用的很大一部分都流入了推销威尔斯公司产品的代理商的腰包。在威尔斯筹集到1亿美元后的第一个月过后,经理人发给员工崭新挺括的百元美钞。为了庆祝第一次在一个月内筹集到2亿美元,一沓沓200张的一元美钞又迅速流传开。威尔斯除了使用这些印着本杰明和乔治头像的美钞,还有其他的鼓励措施。威尔斯投资服务公司举办大规模的晚会,为经纪人和经纪人的客人提供食物、旅游和娱乐项目。在亚利桑那州的斯科茨戴尔和佛罗里达州的阿米莉亚岛举行的所谓“教育和尽职调查会议”,最大的特色就是舞会和沙滩聚会,社交倾向稍弱一点的活动就是免费打高尔夫球。在美国内战时期的一座堡垒举行的聚餐上有“装扮成内战时期英雄的人、烟花表演、小横笛和军鼓的演奏者、特技跳伞人员和仿造的大炮。”监管机构认为这些会议挥霍过度,违反了美国全国证券交易商协会(NASD)的有关规定。美国全国证券交易商协会谴责了威尔斯投资证券公司，并对里奥·威尔斯本人进行了批评。但不幸的是,对于投资者,融资还是在继续。

一旦投资者已经大为缩水的款项终于准备好进行房地产投资,威

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔斯资产又开始收取收购和开发的费用，从而又挣了一笔。对“潜在的房地产收购进行审查和评估”的收购和咨询费用占到了发行收益的3.0%，也就是9,000万美元。对收购费进行的补偿（占发行收益3.0%的收购费用似乎还不够）又占到了0.5%，使此项费用的总额达到1.05亿美元。在收取最后一级费用之前，威尔斯资产公司和其附属机构就已经花掉了投资者总资产的16%，剩余款项只剩下了84%。在30亿美元的发行额中，整整4.8亿美元从投资者的账户流出但却没有用于投资房地产。

一旦威尔斯购买了房地产，收取费用的机会就又来了，因为威尔斯管理公司收取的物业管理费和租赁费占到了总收入的4.5%。另外，这家公司在出租新建的房产时，还可能获得另外一项费用。当然，出售房地产需要交纳更多的费用，合同出售价的3.0%要付给威尔斯资产管理公司。最后，在最终退出这一投资组合时，通过私下出售和公开上市，威尔斯资产在达到最低投资回报率的要求以后还获得了10%的利润分红。

鉴于威尔斯所得资产的性质较为简单，它在操作阶段的收费似乎偏高。这家购买“高级商业写字楼和工业建筑”公司瞄准的都是“建造了不到5年的房产，并且已出租或预租给一家或多家信用等级符合要求的大公司。另外，威尔斯还打算购买附有长期租约条款的房产。在2002年7月的招股章程中，地租账簿显示84%的租约是在2008年及以后才到期。还有什么比管理新建的、和优质租户有长期租约的商业房产更为简单呢？威尔斯公司这种例行的资产管理责任是否真值投资者支付的费用呢？

威尔斯房地产投资信托基金的招股章程指出这家公司的目标是有“三重净付”租约的房产，即房东获得除去税收、本期费用和资本变动的净租金。换句话说，租户承担支付一切租赁成本的责任，而留给房东的义务也就只剩下兑现支票了。很多工业界的人士认为威尔斯收取的4.5%的物业管理费和租赁费“完全物非所值”。在威尔斯资产管理公司已经得分时，个人投资者却还没有上场。

很明显，名目繁多的费用并不能为员工、基金经理和经纪商带来足够的财富，而他们却给投资者造成了损害并将其散布开来。除了分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销、收购、管理和处置费用之外，威尔斯资产还以期权和权证的形式作为额外的激励。如果对这些衍生证券行权就会“稀释”投资者的持有量。经纪商带头进行了这场衍生稀释运动，赎回了发行量的2.0%即600万股。公司的员工享有购买750,000股“授权和保留”股的权利。独立董事则以拥有600,000股与权证和期权相关的股票排在最后。威尔斯房地产处处都能获益，而投资者却被千刀万剐而死。

投资者在开始投资前、进行收购时、持有期中间和退出交易时都要交纳费用。为了明确这些巨额费用的受益者，这份招股章程中包含了一个解释性的图表，它表明里奥·F·威尔斯是威尔斯房地产基金的100%拥有者，相应地，他也就100%拥有威尔斯管理，100%拥有威尔斯投资证券，100%拥有威尔斯资产。这么暧昧的结构里包含了数量惊人的各种利益冲突。

冲突首先开始于发行股票之时。招股章程建设性地特别指出：“鉴于威尔斯投资证券是威尔斯资产的一家分公司，您不能独立进行尽职调查，进行这种类型调查的通常是和证券发行相关的独立承销商。”还好，华尔街的尽职调查给了投资者们一点安慰，那就是一位证券发行的承销商证实发行文件是完整和准确的。由一个与之关系并不亲近的独立实体进行的尽职调查对投资者是有利的，而由一个对着镜子孤芳自赏的关联人士所做的尽职调查无益于任何人。造成发行条款极其糟糕的首要原因就是缺乏独立的尽职调查。

在房地产的收购、管理和出售过程中，冲突仍在继续。威尔斯资产对与购买和出售房地产有关的交易收取费用，而不管这些房地产的质量如何，威尔斯管理公司不管其提供的服务质量如何都会收取费用。招股章程清楚地写明：“与威尔斯资产和其分公司进行的任何一笔交易都面临潜在的利益冲突。”威尔斯资产和威尔斯管理想要收取高费用，而投资者则希望进行公平交易，两者之间便产生了正面冲突。而根据招股章程来看，高费用吞噬了公平交易。

高水平的内部人持股率也许可以减轻威尔斯房地产投资信托基金中存在的大量冲突带给投资者的忧虑。如果公司领导持有大量股票，他们往往会按股东的利益行事，原因很简单：他们自己也是股东。2002年7月26日招股章程第53页的股东持股表显示：威尔斯房地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



产投资信托基金的主席兼威尔斯管理公司和威尔斯投资证券公司的主席里奥·F·威尔森一共持有698股，价值6,980美元。在里奥·威尔斯数百万的巨额个人所得中，用于他自己极力推广的房地产投资工具中的钱几乎不值一提。

即使威尔斯投资证券公司发布的威尔斯房地产投资信托基金招股章程直截了当地透露了众多无法调和的基本利益冲突，发行文件对收益用途的描述却似乎并不坦诚。文件中说："我们打算把这次发行收益的至少84%用于购买房地产，剩下的收益将用于支付各种费用和开支"，文件还很确定地说："这些费用和开支不会减少您投入的资本。您投入的资本额仍然是每股10美元，您的股息收益率将以每股10美元的投资为基础。"投资者支付的总额和净股价之间的巨大差距令人无法接受，威尔斯投资证券公司对这一差距的轻描淡写误导了除最为谨慎的章程读者之外的所有投资者。也许投资者们应该更为关注招股章程封面上的黑体字忠告："不论是美国证券交易委员会，还是纽约州司法部长，或者其他任何州证券监管机构都没有批准或否决这些债券，它们也没有确定这个章程是否真实完整。而如果有人告诉你这些，那将构成犯罪。"

如果说威尔斯REIT是房地产市场上的小玩家，评论家得出的结论可能是"害处很小，轻微犯规"。事实上，在2003年，威尔斯REIT购买的房地产价值26亿美元，比房地产市场上任何其他的投资者都要多。如果只有威尔斯REIT是烂苹果，那么评论家们可能就会总结出"例外能反证规则的存在"。事实上，在费用方面，西部内陆零售公司的REIT超过了威尔斯，以16.5%的前端费用居于第一位（相比之下，威尔斯的前端费用是16.0%）。即使内陆REIT所收取的费用是最高的，2003年在收购方面它只获得了第二名，购买了价值25亿美元的房地产，比威尔斯少1亿美元。高收费的私人REIT在房地产界起着举足轻重的作用。

胃口极大的私人REIT通过支付高薪美元得到了满足。威尔斯在房地产投标时总是志在必得，其他的潜在购买者一旦意识到威尔斯想要哪块地产都会知趣地走开。威尔斯的收购机器情愿为产品多付钱，没有哪个理性的购买者能够在这方面与其竞争，结果，投资者遭受了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高昂的费用和糟糕的投资前景双重打击。商业房地产界的主角其实是有权有势的反面人物。

美国教师保险及年金协会(TIAA)的私人房地产账户

下面我们对比一下威尔斯资产公司的私人 REIT 和美国教师保险及年金协会即 TIAA 提供的私人房地产投资工具。截至 2003 年 12 月 31 日，TIAA 的房地产账户拥有 37 亿美元的资产，这使它成为向个人直接提供房地产所有权的主要力量。TIAA 的房地产投资组合奉行的投资策略与威尔斯资产大致类似，但它更加多元化，流动性高，收费则要低得多，并且大大减少了利益冲突。

TIAA 投资于办公、工业、居住和零售业房地产。TIAA 不像威尔斯资产那样购买集约化管理程度很低的写字楼，它购买的房地产种类更多。TIAA 的私人房地产账户在一天之内即可变现，与此形成鲜明对比的是威尔斯 REIT 的赎回方案限制性极高，最终可能还要依靠公开发行或者在未来对资产进行处置。

最为重要的是，TIAA 在费用方面轻而易举地获胜。TIAA 的直接投资者可以完全避免威尔斯数额惊人的组织和发行费用。TIAA 投资者的每一美元中，整整 100 美分都用于房地产的投资项目。与威尔斯 REIT3.5%的收购和开发费用相比，TIAA 在 2004 年年中只收取了 0.6%的投资管理费、手续费及其他费用。威尔斯 REIT 和 TIAA 对待物业管理和租赁的方式也截然不同。威尔斯雇用一家全资的附属机构来打理日常管理事务，这就造成了一项巨大的利益冲突；而 TIAA 则雇用当地的物业管理公司来提供物业服务，在竞争的环境下达成公平的合同。这个过程实际上确保了 TIAA 能以略低的成本获得更好的服务。TIAA 不收取任何处置费用，也不得到任何利润分红。最后一点，TIAA 不会通过发行权证或期权来损害投资者的利益。与威尔斯 REIT 的交易结构不同，TIAA 的投资者得到了一个平等的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上市交易的房地产证券

私人提供的合作透明度很低，相比之下，上市交易的证券就要透明许多。由于投资者最后能够获得以上市交易或私人持有证券为基础的房地产，投资者必须找到令人信服的理由才能放弃上市证券更高的透明度和流动性。

希望获得房地产证券的投资者首先要运用市场模拟指数管理。构建投资组合的被动方法保证了投资者能够实现类似市场的收益，从而消除了主动管理造成的跳空（积极或消极）。但是，即使在约束力相对较强的指数化世界中，经理们也是表现各异。

先锋集团是为个人投资者进行指数化投资的杰出实践者，它因成功追踪众多市场而在在这一行业独占鳌头。它在追踪产品时极少出错从而如实地记录了市场，更名不虚传的是它的低收费。同先锋的所有指数产品一样，先锋 REIT 指数基金提供了高质量、低成本的目标市场。

先锋 REIT 指数基金不收取任何销售费用、购买费用和分销费用。为了避免市场投机，先锋集团对持有期不到 1 年的基金收取 1.0%的赎回手续费。2003 年的基金操作费用为 0.25%的管理费和 0.02%的其他费用，0.27%的总费用大致表示投资者高质量地完成了一项理性投资方案。

不是所有的公司都会像先锋集团一样提供低成本、高质量的服务，在里奥·F·威尔森领导下的威尔斯房地产基金家族提供了三种级别的威尔斯标准普尔 REIT 指数基金。威尔斯 A、B、C 级基金份额的收费名目之多简直令人难以置信，威尔斯的投资者面临的选择是交纳简单的前端销售用或者更为复杂的、可能发生递延的销售费用，持续费用包括管理费、分销费和其他费用。

威尔斯标准普尔 REIT 指数基金的投资者要么先支付大量前端费用，之后再交更多，要么不支付任何前端费用，之后却要交纳更多更多。例如 A 级基金份额的最高费率是 4%，其中持续费用是每年 1.38%。B 级基金份额的最高递延销售费用是 5.0%，其中持续费用是每年 2.17%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

威尔斯资产管理公司收取了0.5%的管理费但根本就没有对其资产进行管理，考虑到这一点，付给它的费用更是高得令人难以容忍。威尔斯将这项工作转包给了 Rydex 环球咨询公司，根据投资组合规模大小收取的费用为总资产 0.1%至 0.2%不等。威尔斯将“以无换有”这个说法提升到了很高的艺术形式。

假定在威尔斯和先锋集团各投资 10,000 美元的 REIT 指数基金，让我们来比较一下两者的费用负担。3 年以后，威尔斯 A 级基金份额投资者要支付 819 美元，B 级基金份额的投资者要支付 979 美元，C 级基金份额的投资者也不得不交纳 685 美元；与此形成鲜明对比的是，先锋集团的 REIT 投资者总共只需支付 87 美元的费用。在这 3 年中，威尔斯投资者的基金中有大约 6.9%至 9.8%用于了支付各种费用；相比之下，先锋投资者的费用负担低于 0.9%。

威尔斯的房地产基金家族向投资者施加了难以承受的费用负担，希望获得和标准普尔 REIT 指数相同的收益。里奥·F·威尔森和他的亲信们成功推出的这种有价证券，同声名狼藉的威尔斯私人 REIT 一样对投资者的利益非常不利。谨慎的投资者要想取得成功，除了灵活应对金融咨询机构的甜言蜜语，还应采取一些别的措施。

房地产价格和通货膨胀

重置成本与市场价值的密切联系导致房地产与通货膨胀的相关性很强，这是房地产最具吸引力的投资特性之一。用于建造房地产的劳动力和材料成本会随通货膨胀而上升，因此，房地产的重置成本与通货膨胀密切相关。但是，即使重置成本能灵活应对总体物价水平的变动，一项资产租约结构的性质还是会影响市场价值在通胀压力下的反应速度。例如，一项房产的租约如果期限长且费率固定，那它在近期内与通货膨胀就基本不相关。只有租约临近到期时，通货膨胀才会影响它的资产估值，而租约较短的房产对通货膨胀的敏感度就要高得多。另外，有些租约清楚地写明房东可以在通货膨胀时上调费用，而如果是零售业房产，则以合同的形式授权房东可以获得一定百分比的销售额。这种应对通货膨胀的租约结构使得资产价值随通货膨胀而上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



重置成本对估值分析和通货膨胀敏感度的重要性取决于市场能否合理地反映出供需平衡。如果房地产的供应不能满足需求，价格就会对这种供求失衡做出反应，而不是向人们期望的那样对重置成本或通货膨胀做出反应。在20世纪80年代末，投资者持有商业房地产热情高涨，再加上联邦税率的优惠，造成了商业写字楼出现过度供应。房地产市场过剩造成了储蓄和信贷危机，因为很多储蓄和借贷机构发放的房地产贷款过少甚至为零，这给它们带来了极大的负担。质量很高但出租情况不好的房地产以大大低于重置成本的价格进行交易。房地产的价格对供求分离做出了回应，而与通货膨胀无关。除非市场能够表现出合理的均衡，否则投资者就很难评价房地产价格对通货膨胀的反应程度。但在市场出现均衡时，房地产能够对总体物价水平的变动做出灵敏反应，这正是房地产尤具吸引力的一个特性。

利益一致性

对于上市交易的房地产投资信托基金（REIT），投资者在利益一致性上面临一系列与其他上市交易证券一样的问题。和更广泛意义上的有价证券领域一样，股东和管理层的利益大致一致。

在私人房地产投资工具领域，投资者面临一系列非同寻常的投资结构。TIAA的私人房地产基金给投资者提供了一场难以想象的公平交易。威尔斯资产的私人REIT则恰恰与之相反，它的交易条款实际上注定了投资者的失败。除非投资者能够辨认出一种与众不同的公平的私人交易结构，那么，通过上市的证券来投资房地产才是最明智的选择。

市场特征

房地产投资者在公开市场和私人市场上都面临大量的投资机会。2003年12月31日，据美国房地产投资信托基金协会（NAREIT）的追踪，房地产证券的总值达2302亿美元。REIT的股息收益率达5.7%，交易价格比公平价值高出17.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 2003 年 12 月 31 日，美国房地产投资信托评议委员会（NCREIF）测算的全国地产指数显示：无负债的房地产资产的总价值为 1324 亿美元。私人持有的房地产证券支付给投资者的股息收益率为 8.0%，高出 10 年期美国国库券 3.8%的收益率。

小结

就风险和收益而言，房地产介于高风险的股票和低风险的债券之间。预期投资特征的混合性与房地产投资基本特点的混合型是相一致的。对通货膨胀敏感的房地产为投资者的投资组合提供了一种有力的多元化工具。

房地产投资者可以自主选择上市交易或私人持有的投资工具。由于这两者可能都是明智的投资选择，谨慎的投资者会密切关注费用的安排情况，并用被动管理、上市交易的 REIT 基金作为基准来衡量这些选择的优劣。

本章小结

投资者发现所有的工具对于构建一个多元化、股票型的投资组合都是必需的，这种投资组合的核心资产类别包括国内股票、国外发达市场的股票、新兴市场的股票、美国长期国库券、美国通胀保值国债以及房地产。国内外的股票是投资收益的主要推动因素，房地产也对此起到了辅助作用。传统债券和与通货膨胀相关的债券使投资组合变得多元化，房地产对此也起了支持作用。将各种核心资产类别结合在一个多元化的投资组合中，并采取有广泛基础的指数化方法来持有这些核心资产，这样投资者就为取得投资成功奠定了牢固的基础。

核心资产在赋予投资组合基本的、重要的、不同于其他投资组合的特性时，依靠的是市场带来的收益。通过投资由市场力量推动收益的资产类别，投资者就有很高的自信肯定多种资产类别可以产生预期内的长期收益。避免那些依赖更高一筹的主动管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来产生收益的资产，投资者就能大大减少对某一资产类别预期表现和实际表现出现偏离而带来的风险。

核心资产类别在广阔、深厚、有投资价值的市场上进行交易保证了华尔街的诸多公司会进行合理的投入。随之而来的竞争使市场更加透明和高效，投资者就更有可能以公平的条件进行交易。

在确定好一组至关重要的核心资产类别后，投资者就将它们置于一个旨在完成财务目标的投资组合框架内。对这些资产进行组合使它们构成一个低风险、高预期收益的投资组合，投资者就创造了取得成功的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2 Portfolio Construction

第2章 投资组合的构建

构建金融资产的投资组合需要充分的科学和艺术。其中科学是包含采用基本的投资准则，将核心资产类别以高效率低成本的方式结合在一起。艺术则是指将个体特征进行综合并配置资产时，对这一挑战要做出常识性的判断。如果投资者能在设定投资组合长期目标的科学和艺术上投入大量的时间和精力，那么，他们就更有可能在证券市场的风云变幻中坚定信念，并保持一个长期稳定的投资策略。

对长线投资者来说，多元化和以股票为导向是重要的客观原则。多元化使回报和风险特征都得到改善，这对投资者是天大的好事。而以股票为导向，可能会带来更大的财富积累。

个人偏好则是制定投资组合策略的重要客观因素。除非一个投资者能全心全意地接受一个特定的投资组合结构，否则就会面临失败。如果对自己所持有的头寸漫不经心，随时进行变动，那么这些摇摆不定的投资者将不得不接受市场波动带来的昂贵代价。通过采用与个人风险承受能力相吻合的资产配置目标，投资者大大增加了取得投资成功的机会。

在投资组合的构建过程中要重点考虑个人情况，家庭与私人企业等非金融资产都会影响投资者采取何种投资组合的构成方式。按揭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贷款和个人贷款等金融负债也是影响投资者资产配置决策的因素，尤其是当持有带来固定收益的资产时。理性的投资者会在个人资产和负债的大背景下考虑金融资产的配置。

投资者个人具有非凡的专业知识可能使他们在运用这些技能进行打败市场(market-beating)的主动管理时产生更高的收益。如果投资者真的具有明显优势，能够挑选收益更高一筹的投资产品，那么，投资者应该在发挥这种特殊才能的舞台上投入更大份额的投资组合资产。但不幸的是，具备真正投资才能的个人投资者是如此之少，以至于在特别的专业知识指导下偏重某一资产类别这种事情的发生概率接近于零。

投资期限是构建投资组合时最有影响力的变量之一。需要用钱来履行短期责任的投资者要求确定的价值和即时变现，这就使得他们会持有高质量的货币市场投资。如果投资者持有的基金超过了短期需求，那么他们将有机会接受价值的变动性和更强的流动性，从而使他们能够持有高回报、股票型的投资产品。

幸运的是，投资者可以用最有效的方式解决投资期限的问题，并且不会改变多元化、股票型的最佳长期投资组合的性质。长线投资者持有的主要是长期投资组合。随着投资期限的缩短，投资者会减持长期投资组合而偏重于持有现金，短线投资者持有的则主要是货币市场的投资产品。通过在风险较高的长期投资组合和风险较低的货币市场投资组合之间改变选择，投资者就解决了投资期限变动的问题。

投资过程的核心在于制订出的一套投资组合目标要前后连贯，这才体现出应用基本投资准则的科学，并结合了满足投资者需求和偏好的艺术。由个人选择并经过深思熟虑而制订出的资产配置目标，为投资者打造出成功的投资方案奠定了最牢固的基础。

投资组合结构的科学

基本的金融原则要求长期的投资组合要体现出多元化，并要以股票为导向。多元化要求每个资产类别的权重足够大到非常重要，但也要足够小到不过于重要。以股票为导向，要求高预期收益的资产类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

别在投资组合中占据支配地位。

投资组合的构建过程之初要考虑使用6种核心资产类别实现多元化的问题。每种资产类别都具有重要性，这表明最少的资产配置权重是5%或10%。每种资产类别不能过于重要，这表明最多的资产配置权重是25%或30%。多元化的具体数学要求，让投资组合的构建过程多了结构因素。

投资者要实现以股票为导向，需要将多数资产投资在国内股票、国外发达股票、新兴市场股票和房地产等核心资产类别上。所持股票产生收益的能力决定了长期投资组合的投资成效。

投资者放弃了预期收益以保证投资组合能够抵御意料之外的通货膨胀或通货紧缩等经济状况。美国的通胀保值国债确实能够抵御通货膨胀的风险，而持有房地产也在一定程度上保证能抵御通货膨胀。在长期内（正如约翰·梅纳德·凯恩斯的一句有名而恰当的话所言："那时，我们都已不在人世。"）国内股票使投资组合更具有对冲通货膨胀风险的特征，但在短期内，国内股票在对冲通货膨胀方面是非常不可靠的。

投资者使投资组合免受通货紧缩和金融危机的方法是持有长期、不可回购并拥有美国政府完全信用担保的投资产品。美国标准国库券是对冲通货紧缩风险的最有力投资工具，美国通货保值国债保证的本金收益在一定程度上能让投资者抵御通货紧缩的风险。金融市场危机常常会使极端的投资者偏爱安全的投资产品。在发生安全投资转移时，惊恐的投资者让美国国库券获益，在几乎其他所有证券都贬值的情况下，政府债券却升值。

很多投资组合的配置都能满足多元化和以股票为导向在数字和功能上的要求。投资者可以优先考虑表2.1所包含的资产类别组合。这个投资组合符合以股票为导向的要求，因为70%的资产都投入到了国内股票、国外股票和房地产等高预期收益的投资工具上。这个优先组合也满足了多元化在统计上的要求，因为每一个资产类别占总资产的权重最少是5%，最多是30%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.1 多元化、股票型的投资组合为投资成功提供了基本框架

资产类别	政策目标
国内股票	30%
国外发达市场的股票	15%
国外新兴市场的股票	5%
房地产	20%
美国长期国库券	15%
美国通胀保值国债	15%

该投资组合将15%的资产投向通货膨胀保值国债，将20%的资产投向房地产，实现了从数量多元化向功能多元化的转变，这就能在很大程度上抵御通货膨胀的风险。该投资组合将30%的资产投向美国的政府债券，表明它对高质量证券的投入是很大的，这便保证了在发生金融危机时投资者的资产安全。该投资组合将15%的资产投向美国标准国库券（还有15%投向保证能得到名义本金收益的美国通胀保值债券），这使投资者能够应对通胀紧缩的经济状况。总之，这个优先组合同时满足了以股票为导向、数字多元化以及功能多元化等要求。

个性化的艺术

个人的偏好、经济状况和能力极大地影响着投资组合的构建。理性的投资者允许风险偏好影响投资组合的选择，这使他们更可能在不可避免的艰难时期里仍能保持原来的资产配置，并最终在投资组合的预期风险和收益特征上获益。个人经济状况会使非金融资产和各种负债影响投资组合的持有量，这就保证了投资者在制订投资组合决策时要考虑各种各样的因素。个人能力偶尔会在制订投资组合决策时起作用，为数很少具有专业投资知识的投资者在构建投资组合方面具有优势。

个人偏好在开发高效、持久的投资组合结构方面起着关键作用。除非投资者对目标投资组合的有效性拥有坚定的信念，否则失望几乎一定会发生。这种信心来源于对其深刻的理解，在根本上认同基本投资准则，并将其与对个人风险偏好的清晰认识结合起来，这又可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加强这种信心。

个人偏好在很多方面影响着资产配置。投资者如果想在发生通货膨胀时得到更为确定的保护，就会在美国通胀保值国债上配置更多资产。想要更好地抵御金融危机的投资者则会购买更多的美国长期国库券，对新兴市场缺乏信心的投资者会避免对新兴市场进行投资。合理的投资组合反映了个人偏好。

结合个人偏好来制订投资组合的决策使投资者在面对不利的市场情况时，事前就会减少购买他并不钟爱的资产类别，而不会在事后采取事与愿违的行动。新兴市场的怀疑者在得知多元化的投资组合总是会向发展中的经济体投资后，可能只会勉强配置一部分资产购买新兴市场的股票。一看到有出现麻烦的征兆，也就是新兴市场的证券价格下跌，这些无奈的投资者们便恢复了以前的做法，对欠发达经济体的投资风险反应过度并迅速抛售手上持有的新兴市场证券。缺乏信念再加上心怀不安使得投资者追涨杀跌，损害了整个投资组合的收益。

个人的经济状况影响投资组合的资产配置。明智的投资者在制订金融资产的配置决策时，会考虑非金融资产的规模和特征，非金融资产和金融资产常常会对影响资产价值的力量做出类似的反应。如果一个人拥有的非金融资产和金融资产具有相同的特征，那么明智的资产配置者会减少金融资产量以避免过多地受共同风险因素的影响。

个人居住地和私人企业是许多个人资产负债表上重要的非金融资产，拥有住房就使投资者不用在乎租房成本的变动。由于住房成本对通货膨胀很敏感，并构成了大多数家庭预算的一个重要部分，拥有住房就减少了对冲通货膨胀的资产在投资者投资组合中存在的必要。如果一个人拥有一个小公司，那么私人控股公司的股票型特征就使得投资者将在他的财产中持有较少的股票。投资者对自身经济状况做全面的审视将会使他们受益。

金融负债和非金融负债又进一步影响着投资组合决策。住房按揭和私人贷款构成了大多数个人金融负债中的最大组成部分。从投资组合的角度来看，负债所起的作用和负资产类似。换句话说，一个人向别人借的钱抵消了他借给别人的钱(持有债券或货币市场基金)。事实上，追求财富最大化的个人会对比债务的税后成本和债券的税后收益，当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债务成本超过债券收益时，他们就会变卖手中持有的债券来偿还贷款。明智的投资者在做资产配置决策时会考虑自己的负债情况。

在制订投资组合的决策时应该考虑使用真正非同寻常的专业知识。如果投资者真的具有打败市场的技能，那这种能带来更高收益的能力会增加某一特定投资工具的吸引力。成功的主动管理可以带来附加收益，这就要求对投资者展现出特殊造诣的资产类别配置更多的资产。

特殊的投资技巧极为罕见，但却价值极高。共同基金业不堪回首的发展历程就正好提供了一个例子。成千上万只由专业人员管理的基金连与市场相匹敌的结果都没能产生。如果薪酬丰厚、经过特殊训练并拥有强大支持的专业投资人士都失败了，那又有什么理由让那些只投入部分时间、未受过金融教育、资源匮乏的个人坚信自己能成功呢?

不切实际地相信自己会成功是由于个人没能认识到他们的投资限制。耶鲁大学的经济学家罗伯特·希勒(Robert Shiller)指出，“人类普遍存在过度自信的倾向”，这会使投资者们“表达过于强硬的观点，并急于做出判断”。过度自信造成投资者一连串的失误，包括多元化程度不足、过于热衷证券选择，以及适得其反的择时交易。在数不胜数的案例中，投资者对各种资产类别和各种证券的预期收益出现信心失误，使他们错误地配置了资产并积极进行证券交易，这就使得成本增高，风险增加，从而导致收益降低。名副其实的投资者技能才会创造出超额风险调整收益，但这种情况几乎寥寥可数。

思想前卫的投资者们在做资产配置的选择时会考虑经济形势中能够预料的变化。比如说，一个人如果有望继承一个股票占主导的投资组合，由于认识到这份遗产肯定会给他带来股票，那他在对现有投资组合进行配置时就会恰当地偏重其他资产。预期将会得到数额一定的人寿保险收益实际上代表了一笔固定收益资产，这就意味着债券在这位投资者的投资组合中作用减弱。即使未来充满不确定性，如果投资者考虑了他们的经济状况可能出现的变化，就会做出更好的选择。

注重个人偏好、个人经济状况和个人技能，会使投资者做出更佳决策来配置金融资产。将投资组合的资产配置情况按个人偏好进行调整，会使投资者在任何情况下都能维持对各种资产类别的投资情况不变。在考虑个人经济状况后对金融资产进行的配置，可以与投资者的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总体资产和负债情况相匹配。对个人投资技巧实事求是的评价一般会使投资者采用基础而实惠的方法构建投资组合！一个量身定做的投资组合会比千篇一律的投资组合带给客户更大的满足感。

投资期限

成功的投资者在制订投资方案时会十分注重投资期限。对于投资组合，投资者打算持有多久以及衡量投资成效的投资期限，在决定一个投资组合的适宜风险程度和评价投资策略成功实行的可能性方面起着关键作用。投资期限尤其会影响资产配置的决策。

资产配置取决于预计何时对所投资金进行使用。比如说，大学储蓄方案因预备学生年龄不同而有巨大差异。单独来看，一个两岁的孩子应该拥有一个高风险、高预期收益的投资组合，而一个中学生则应该持有变动率低、流通性强的资产。由于投资期限长，一个幼儿可以承受很大的投资风险，从而为获得巨大的长期收益创造了可能性。相比之下，一个十几岁的学生需要有“银行存款”以保证在即将交学费时有钱可交。

资产配置者的目标常常要比攒钱供孩子读书或者通过投资来积累购买房子所需要的首付款模糊得多。例如，退休者既需要较稳定的近期资金流来支付当期购买，又想要资产基础不断增长以满足未来的消费，他们也许希望能够两者兼顾。另外，大多数的投资者试图用所投入的资金来满足多个目标，年轻人进行储蓄可能同时是为了买房、供孩子读书和为退休生活做准备。考虑到这些多重目标，投资者会明确规定期望的未来资金流动明细表，因而也就确定了相关的投资期限，对各种需要和愿望进行加总就对投资者的投资期限有了完整的了解。

多大程度的投资风险是合适的，这要取决于这些资金还有多长时间就会被花费。如果是大约一两年的时间，那么投资者应该选择银行存款、货币市场基金或短期债券基金。投资者通过避免客观存在的信贷风险以及寻求低廉的管理费用，解决了短线投资这一简单问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于8至10年甚至更长的时间，投资者面临很多更为有趣、更为可怕、收益也可能更为丰厚的投资选择。一个股票型的多元化资产配置方案最有可能为取得较长时期内的成功提供框架。投资期限较长的投资者接受了风险资产投资组合所固有的更高的重大风险和金融风险，因而也就有机会获得更高的收益。

那些投资期限居中的投资者，比如说2至8年，应该将风险高的长期资产与风险较低的短期投资结合起来。投资期限长的投资者在刚开始时，投资组合全部由风险资产构成。然后随着投资期限的缩短，他会将高风险资产转移到低风险资产上。最后，当距离花费这些资金只剩下一两年时间时，这个投资组合就全部由低风险资产构成。投资组合的风险特征不需要改变，只需改变各种风险资产的权重。

明智的投资者在将资产从高风险的长期投资组合转向低风险的短期投资组合时，特别注重将要付的有关税收减少到最低程度。尽管税法给制订投资决策带来了一些难题，让我们先考虑将应课税的长期资产转移到低风险的投资组合，这使得享受递延税的资产可以继续在税收上得到保护。资产从各种投资账户变现要交纳的税收是不断变化的，追求财富最大化的投资者会对这些变化进行研究，试图将当前和未来的要交纳的税收在绝对水平上降低到最低程度。

按常理，将高风险的投资组合和无风险的资产结合在一起是控制总体风险的方法，而金融理论也赞同这一方法。看一下图2.1所描述的预期投资风险和回报空间：下凹的曲线代表的是效率边界，它上面的一系列风险投资组合能在给定的风险水平上产生最高回报，而在给定的回报水平上风险最低。图中的直线代表资本市场线，它上面一系列的点是无风险资产（点E）和高风险投资组合（点A）的结合。明智的投资者会沿着资本市场线进行操作。

长线投资者很可能持有图2.1中点A所示的由高风险资产组成的多元化投资组合。随着投资期从10年缩短为8年，投资者会卖出高风险投资组合的25%，将所得收益换为现金。当投资期限变为6年时，高风险投资组合的另外25%又转变为现金。到4年投资期时，投资者就将持有75%的现金和25%的风险资产。最后，当投资期只剩下两年时，短线投资者持有的资产100%全是现金。要注意的是，随着投资期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

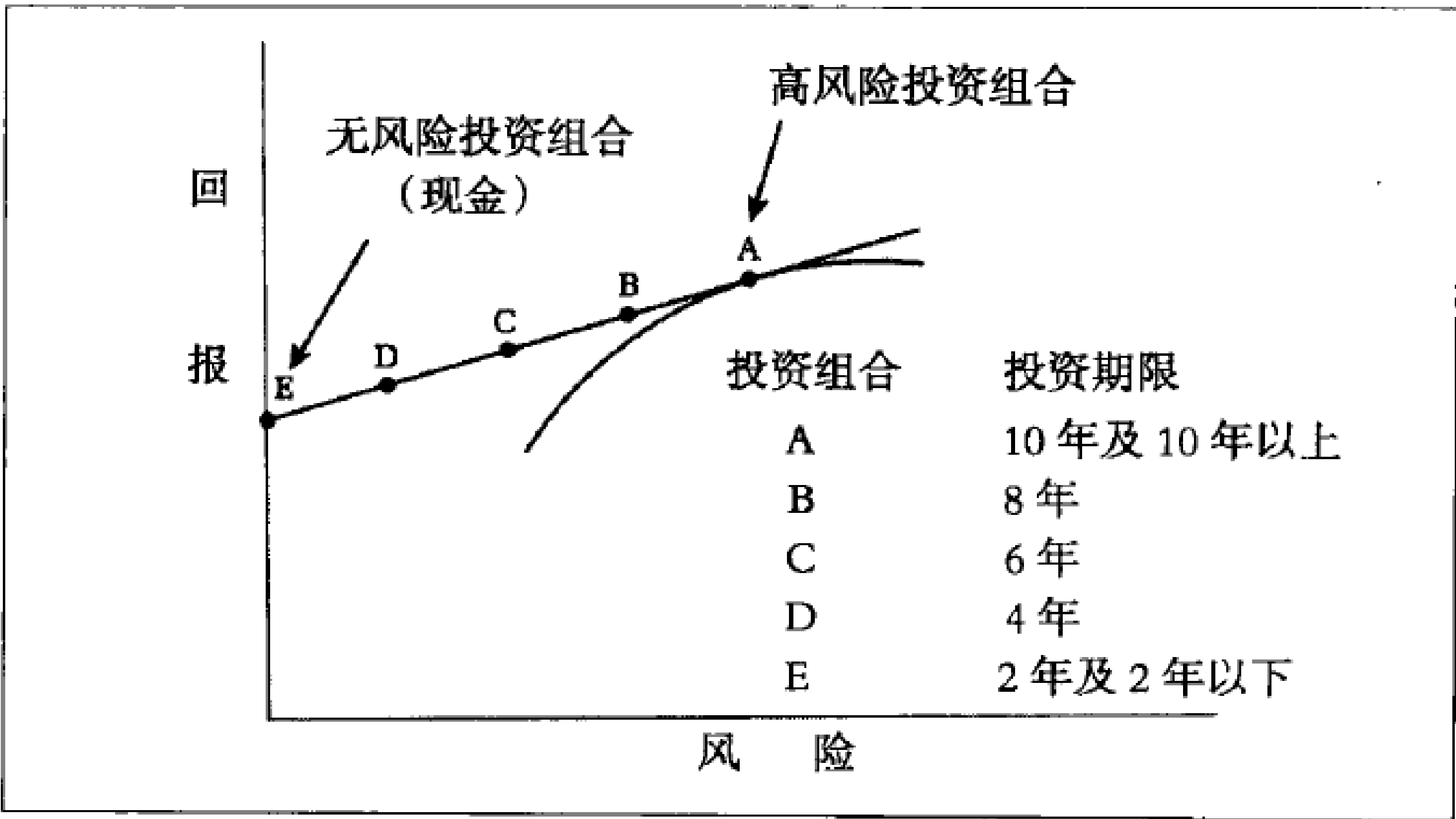


图 2.1 投资者的风险随投资期缩短而降低

缩短，投资者对所持资产的风险预测会降低。我们还观察到高风险投资组合的特点是固定的，只有风险资产和无风险资产的结合情况发生了变化。金融理论为解决投资期限缩短这一问题提供了简要方法。

很明显，上图中所概括的可以改变风险的投资组合变动只是一个示例。个人偏好和个人风险承受能力使资产配置的各个方面都不可能有标准化的方法。尽管如此，不管各个投资者有什么差别，投资期限在资产配置的决策中都起着重要作用。

本章小结

令人印象深刻的投资者在构建投资组合时既讲科学也讲艺术，这才可能实现长期目标。客观因素包括遵循多元化和以股票为导向的原则。多元化对投资组合在数字方面进行了约束，要求各种投资产品所占的权重既不能过大也不能过小，同时还在功能上要求投资组合能够应对经济状况出现的预料之外的变化。以股票为导向要求资产的绝大多数能够带来高水平的预期收益，主观方面的考虑包括根据个人经济状况、个人偏好和投资技巧来为投资者量身定做投资组合。事实证明，按照个人特点制定风险资产投资组合对于投资者取得成功是必不可少的。

随着投资期限缩短，投资者就有机会保持高风险投资组合的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



组成方式不变，通过持有无风险的现金来取代投资组合中的部分风险资产，就能降低总体风险水平。通过增持现金，投资者降低了风险，增强了流动性，从而可以满足近期的消费需求。

资产配置是一个理性投资者的工具箱中最有效力的工具。投资者结合个人特点和风险偏好并按照多元化和以股票为导向的基本原则打下基础，就为获得较高的投资收益建立了基本框架。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3 Non-Core Asset Classes

第3章 非核心资产类别

非核心资产类别不满足定义核心资产类别的三条标准中的至少一条：赋予一个投资组合基本的、重要的、不同于其他投资组合的特性；基本依赖于市场，而不是靠主动管理来创造收益；出现在一个广阔、深厚、有投资价值的市场上。有些投资工具不满足前两条标准中的一条，对这些工具进行讨论，可以帮助投资者避免对投资组合不利的头寸。如果投资者奉行的策略不符合第三条标准(即投资于狭隘、肤浅、没有投资价值的领域)，那他们理应得到命运的惩罚。

一些界定明确的市场无法对投资组合发挥有价值的影响力，在这种市场里，固定收益投资产品占据了主流。虽然美国政府肩负的无违约风险、不可回购、完全信用担保的义务在投资者的投资组合中发挥着基本的、有价值的、可辨别的作用，但投资级公司债券、高收益债券、外国债券以及资产担保债券具有一些令人反感的特性，这使结构严谨的投资组合排除了它们。了解某些固定收益投资产品的缺点，尤其是它们与固定收益资产类别的目标有什么关系，可以帮助投资者在信息畅通的条件下做出投资组合决策。

这些资产类别需要出色的主动管理才可以创造出可观的风险调整收益，只有那些拥有资源和毅力去追求和维持一个优质主动投资管理方案的投资者，才会在他们的投资组合中纳入这些资产类别。识别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出质量更高的对冲基金、风险资本以及杠杆收购投资有一定的困难，了解了这些困难可以得出一个结论，那就是不够细心的投资者面临着不可逾越的障碍。即使是全副武装的投资者也难以清除这些无法避免的障碍，也就无法通过主动管理持续地创造超越市场平均表现的收益。如果在那些主要依赖主动管理取得成功的领域进行操作，在信息不畅通的条件下选择管理人将会使投资组合的资产遭受重大风险。

使用来自外界的专家意见来选择投资管理人，比如通过支付大量资金或者已付给其工资的顾问，这种策略表面上很具有吸引力，但却经不起推敲。但不幸的是，这种所谓的"专家"却在投资者和投资活动之间放置了一个过滤器。如果投资者不能理解最后扣动扳机的人所奉行的投资策略，那么他将无法合理地评估这个中间人构或整个投资方案的成败。最终，成功的投资者必须了解投资组合的资产配置中所包含的投资选择。

非核心资产类别控制了一大部分投资选择，而且，可能还控制了更大一部分与投资有关的媒体报道。不够细心的投资者总是过于频繁地将资金配置到多种投资工具上，而不管这些证券或策略具有什么样的投资价值。赶时髦的投资者通常选择主动管理型的投资产品，因为它们对投资前景所做的承诺可以成为鸡尾酒会上的谈资，但其实这些承诺很少会得到履行。理性的投资者会回避非核心资产类别。

国内公司债券

公司债券持有人对发行债券的公司拥有一部分贷款。在一个公司的资本结构中，债务的级别优于股权，这使得公司债券表现出比股票更低的基本风险。因为债券比股票拥有更低的风险，追求固定收益的投资者预期得到的回报要低于股票投资者。不幸的是，对投资者而言，公司债券包含着一系列令人反感的特征，包括信用风险、流动性不足和可回购性。即使公司债券的投资者对这些特征得到了合理补偿，但敏锐的投资者仍然可以意识到公司债务款项的信用风险，以及可回购性会损害固定收益资产的预期多样化威力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信用风险

信用风险的可能性源于公司没能履行全额、及时偿还债务的义务。评级机构，如标准普尔和穆迪投资服务公司，会公布债券的评级，旨在对它履行承诺的可能性进行分级。在评定一个债券发行人的偿付能力方面，最重要的因素就是支撑负债的股本权益和维护负债的现金流。对于信用最高的借款人，投资级别的评级从AAA（最高级别）到BBB。高收益债券或者"垃圾"债券的评级是BB或更低。评级较低的债券具有较高的信用风险，并且表现出更类似股票的特性。

穆迪将AAA级债券描述为"质量最高"，具有"最低水平的投资风险"，同时利息的偿付"受到保护"，本金也很"安全"。AA级债券表现出"用所有标准衡量的高品质"，而A级债券"拥有很多良好的投资属性"。投资等级最低的BBB"暂时"足够安全，但是"缺乏杰出的投资特性"。尽管对BBB级的描述有一些苍白，但穆迪还是为投资级的债务款项描绘了一幅光明的景象。

不幸的是，从一个公司债券投资者的角度看，AAA级债券在信用质量上只会降低。有时候，债券持有人的经历是债券质量下滑到较低级别，尽管仍然还属于投资级。而在其他时间，债券持有人面临的信用恶化像是在经历一个漫长的酷刑，这将他们放逐到了一个充满垃圾债券的"堕落天使"的国度。AAA级债券有时可以保住地位，然而，AAA级债券绝不可能得到升级。

IBM的例子可以说明公司债券的购买人所面对的问题。直至19世纪70年代晚期，该公司都没有发行过长期债券，因为在那之前IBM一直拥有超额现金。预料到对外部融资的需求，该公司在1979年秋发行10亿美元债券，由此进入了市场，这在当时是有史以来规模最大的公司借款。IBM这次发行的债券具有AAA评级，定价也极具挑衅性，这使它带来的利润与美国长期国库券出现不合理的差异，而且（从投资者的角度看）对认购期权和偿债基金的期权则定价过低。债券投资者谈论IBM债券的"稀缺价值"，使得该公司在期权调整的基础上以低于美国长期国库券的利率借债。从信用角度看，IBM债券除了降低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



价格也无路可走。14 年后，IBM 的高级债券获得的评级是 A，没能证明评级机构对 IBM 信用的初步评估和投资者对 IBM 债券的早期狂热是正确的。

债券投资者没能有机会借钱给 19 世纪六七十年代高速增长、现金流充裕的 IBM。相反，债券投资者面临的选择是提供资金给 19 世纪八九十年代需要大量现金的 IBM。随着 IBM 业务的成熟，以及其对外部融资需求的增加，公司信用级别的质量下降了。

相比 IBM 信用的缓慢降低，很多公司的信用质量呈现剧烈下降。2002 年 4 月初，世界通信公司（World Com）的高级债券尚可以夸耀穆迪对它 A 级评级，使这家电信公司的固定收益债务款项稳固地屹立于投资级产品的阵营中。到 4 月 23 日，穆迪将 World Com 的级别降低至 BBB，仅比垃圾债券强一点，因为该公司的业务客户需求减少，财务问题也令人忧虑。两个星期后，随着总裁伯纳德·埃伯斯的退休，穆迪将 WorldCom 的评级降至 BB，也就是垃圾债券的水平。据彭博资讯（Bloomberg）报道，该公司因此获得了一个很暧昧的荣誉——“被踢至垃圾级别的最大债务人”。

令 WorldCom 债权人恐惧的是，一连串的降级仍在继续。6 月 20 日，穆迪将 WorldCom 的高级债券定级为 B，原因是对该公司的某些债务款项延期支付利息。一个星期后，穆迪将 WorldCom 的评级降低至 C，评级机构认为它“具有很高的投机性”。在接下来那个月的中旬，即 7 月 15 日，该公司价值 230 亿美元的债券没有如期偿付。最后，7 月 21 日，WorldCom 申请破产，成为当时最大规模的破产公司，在法庭上列出的资产超过 1000 亿美元。

WorldCom 由 A 级信用，即拥有“保证利息和本金安全的足够因素”，到成为破产公司只用了不到 3 个月。绝大部分的债券持有人只能眼睁睁任其发展，WorldCom 这辆火车的失事摧毁了数百万美元的价值，穆迪称之为“破纪录的债务拖欠”。

在 WorldCom 公司陷入死亡漩涡的最终阶段，它发行的 2008 年 5 月到期、票面利率为 6.75%的高级债券在穆迪公司对其评级降级前一周为 82.34 美元，而在该公司破产后则降到了 12.50 美元。该公司的股票持有人情况更糟糕。从降级前一周到公司破产那一天，股价从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每股 5.98 美元暴跌到每股 14 美分。以各自的峰值来衡量，股票持有人经历了一场更为颠簸的旅行。WorldCom 高级债券在 2002 年 1 月 8 日进行交易时高达到 104.07 美元，导致它在该公司宣布破产时的损失达到 88.0%。在 1999 年 6 月 21 日，股票持有人看到的股价为 61.99 美元，以这个峰值来衡量，投资者在该公司破产那天亏损 99.8%。

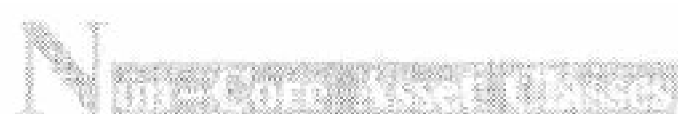
很明显，对特定的证券而言，WorldCom 的破产对股票持有人的伤害超过了对债券持有人的伤害，这与通常的观念一致，即股票比证券有更大的风险。然而，具有讽刺意味的是，股票持有人可能会发现他们比债券持有人更容易从 WorldCom 的破产中恢复。这个矛盾的关键在于股票投资组合更有能力消除其中单个证券带来的不利影响。个别股票蕴涵了两倍、三倍、四倍甚至更多倍的潜在风险，而股票组合持有的头寸能够弥补某一只股票带来的损失。相反，高质量的债券并不能提供大量升值的机会。这种呈左偏态分布的投资结果大大地伤害了债券投资者。

20 年来 IBM 公司偿付能力的下降和 WorldCom 公司信用等级的快速崩溃反映出公司债券市场上的一个趋势。近来，债券降级的公司远远多于债券升级的公司，这使债券投资者不得不逆风而行。截至 2003 年 6 月 30 日的 20 年里，穆迪投资服务公司将 5955 家债券发行机构降级，而只升级了 3412 家债券发行机构。仅在过去的 10 年里，4.5 万亿美元的债券质量下降，而只有 3.4 万亿美元的债券质量上升。

信用等级全面下降，部分原因在于，过去 20 年里美国公司使用的杠杆比率在不断增加。1983 年 6 月 30 日，标准普尔 500 家公司债务股本比大概为 0.46，意味着标准普尔 500 家组成公司在每 1 美元的股本中含有 46 美分的负债。随着杠杆比率越来越流行，在 1993 年 6 月 30 日，债务股本比达到 0.94。截至 2003 年 6 月 30 日，标准普尔 500 的债务股本比为 1.37，这表明负债水平超过了股权基础的近 40%。随着公司的借款增加，公司债权人资产的安全性在降低。

20 年来的利率下降使得债务更容易偿还，这就抵消了较高的杠杆比率带来的影响。美国 10 年期国库券的利润从 1983 年 6 月的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



10.9%变为 1993 年 6 月的 6.0%，进而又变为 2003 年 6 月的 3.3%，债务偿付义务带来的负担大为减少。下面看一下可用于偿付债务的现金流与公司的利息支出。1983 年 6 月 30 日，标准普尔 500 家组成公司称每 1 美元的利息支出有 3.9 美元的现金流与之相对应。10 年后，现金流偿债能力比率不变，仍然为 3.9，这意味着利率下降产生的正效应抵消了高杠杆比率的负效应。到 2003 年 6 月 30 日，这个比率增加到每 1 美元的利息支出对应 6.25 美元的现金流，有了显著提高。显然，相对于固定的利息支出，现金流增加，这样债券持有人资产的安全性也得到了极大的提高。

资产负债表和损益表有所不同。在过去的 20 年里，债务股本比显著增加，这意味着公司信用的恶化。现金流偿债能力比率在此期间也极大地提高了，这表明公司的财务健康有了明显改善。至于为什么在这段时间内被评级机构降级的公司远远多于升级的公司，这个问题始终没有解决。

公司债券发行者的特性可能导致了降级的公司多于升级的公司。发行公司债券的通常是成熟的公司。相对年轻、成长更快的公司在债券发行公司中没有足够的代表性，因为多数情况下它们不需要外部融资。债券投资者不能购买微软公司的债券，是因为该公司不需要进入债券市场融资。债券投资者能够购买福特汽车公司的债券，是因为该公司需要巨额外部融资。如果债务发行公司的群体中排除了快速成长、产生现金流的公司，而包括了更成熟、消耗现金流的公司，那么债券投资者就很可能预测信用是在恶化而不是在改善。不管原因是什么，如果历史能够对未来进行指导，债券投资者对信用状况的预测将是坏的方面多于好的方面。

流动性

相比在最深厚、流动性最强的市场中进行交易的美国长期国库券，公司债券的流动性就要相形见绌了。大多数公司发行的债券的交易不频繁，因此许多债券持有者在债券首次发行时购买，然后就把它们储存起来，奉行的是一种购买并持有的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而债券投资者高度重视流动性。让我们比较一下美国长期国库券和私人出口融资公司（Private Export Funding Corporation，简称PEFCO)的债券。即使是这两种证券都有美国政府的完全信誉担保，流动性较低的PEFCO公司债券却能以比期限相同的美国长期国库券每年高出近0.6%的收益这样一个价格进行交易。利润不同完全是由于市场对流动性的重视程度。大多数公司债券的流动性与PEFCO公司债券的流动性接近，与美国长期国库券的流动性相差较远，这说明巨大的收益升水是公司债券发行者支付给投资者其用来弥补其缺乏流动性。

流动性高的市场允许市场参与者采取集中交易的投资策略。相比之下，长期投资者更愿意接受低流动性以获得高收益。虽然流动性对长期投资者价值不大，公司债券的持有者也许想知道该公司债券与长期国库券的收益差额是否能够对信用风险、流动性差和回购风险提供足够的补偿。

可回购性

债券的可回购性是令公司债券投资者非常苦恼的一个问题。公司频繁地发行带有回购条款的债券，允许发行者在一段时期后以一定价格赎回(或回购)债券。如果利率下降，公司回购已发行的比市场利率高的债券，然后以一个较低的利率再融资，这就减少了要偿付的债务。

公司债券的持有人面临着“正面你赢，反面我输”这样一种情况，也就是不论如何都会输。如果利率下降，由于公司能以固定的价格回购债券，投资者损失了高票息的债券。如果利率上升，投资者持有的低票息债券按市价调整后就会有亏损。可回购的债券在利率上升或下降时的反应是不同的，更有利于发行者，而不利于债券投资者。

公司债券回购条款的不对等性催生了与市场相对势力和经验见识有关的问题。为什么许多债券包含回购条款？为什么很少出现回售条款？[①]毫无疑问，如果利率上升促使债券价格下降，那么投资者就愿

① 卖出期权(有时也译为看跌期权)允许期权持有者在一段特定的时间内以一个固定的价格卖出某种证券。如果债券发行时包含了卖出期权，则证券购买者有权利在债务契约书中规定的一段特定时间内以一个固定的价格将债券卖给发行者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



意以一个固定的价格把价值已下降的债券卖给公司。因此，不对等性的答案就在于债券发行者比债券购买者更有见识和经验。

事实上，固定收益市场吸引到的分析家要比股票分析家在品质和经验上低几个档次，即使固定收益分析家面临的工作复杂性超过了股票分析家工作的困难度。公司债券投资者不仅需要熟悉固定收益市场的复杂性，而且需要熟悉股票估值所涉及的全部问题。事实证明，在评估公司偿还债务的能力时，理解该公司股票提供的缓冲作用是必不可少的。具有讽刺意味的是，成功的股票分析家得到的经济回报要远高于成功的固定收益分析家，所以，那些有才能的人就被吸引到分析股票这份相对简单的工作上了。

呈左偏态分布的投资结果

公司债券市场的投资者所面临的危险中还有一个更大的障碍，公司债券的收益在预期内呈左偏态分布。对于持有债券到期的投资者来说，最好的结果是定期收到利息和到期归还本金，最坏的结果则是公司违约，投资者没有得到偿还。这种获利有限和亏损无限的不对等造成了一种对投资者不利的偏态分布。

较短的持有期显示出同样的分布问题。到期归还本金（或者在公司执行回购条款时提前归还本金）限制了债券的升值潜力。离预期归还日越近，不利影响就越大。在信用退化的情况下，债券持有人不会经受这种不利影响。当公司前景恶化，债券价格下降，债券购买者需要更多的回报来补偿现有风险上升的债券。在最坏的违约情况下，债券投资者将什么都得不到。债券投资者不论是持有债券至到期日还是短期持有，他们都要面临一个绝对没有吸引力、获利有限、亏损无限、呈左偏态分布的投资收益。

投资者更加偏好一个偏度系数很大的右偏态分布。主动的股票投资者青睐的是亏损有限的头寸（这可能是因为有非常确定的资产价值支持），以及很大的获利潜力（这可能是由于预期公司的经营将有改善）。在这种情况下，投资者认为持有债券将有很大的获利可能。预期投资结果呈右偏态分布要优于左偏态分布，但却给固定收益投资者制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造了另一个障碍。

利益一致性

股票持有人和债券持有人的利益有巨大分歧。股票持有人通过减少债务的价值而获利，却会因债务成本的增加而受损。就公司管理层为股东利益服务这一点来看，债券持有者需要当心。

让我们看一下一个公司实体的企业价值。分析家评价一个公司的价值就是通过评估资产负债表的左边栏或右边栏。资产负债表的左边栏包含了难以估价的实物资产。福特汽车公司拥有各种各样的设备，什么价格才可以反映出它们的公平市场价值？福特是一个世界著名的品牌，这个品牌又会带给福特公司多大的价值？一想到要对每项资产进行清点以评估一家公司资产负债表左边栏的价值，即使是最勤奋的分析家也会退缩。

资产负债表的右边栏是比较容易估价的负债。把公司债务的市值和公司股票的市值加总就得到了公司的企业价值。企业价值反映了投资者想要购买整个公司的出价。如果所有的股票都以市价售出，并且所有的债券和其他债务也以市价售出，那么购买者将拥有整个企业（没有负债）。

在描述完公司的债务和股票头寸后，接着看一下基本的公司财务原则，即企业的价值独立于公司的资本结构。由于投资者有能力消除公司已有的资本结构，也能构建公司所没有的资本结构，所以一个公司的企业价值必须要独立于它的财务。例如，一个投资者可能通过购买公司的债券来破坏企业的财务杠杆，以此来消除公司杠杆的影响。相反，投资者可能通过借钱购买公司股票来构建一个杠杆头寸，以此来创建一个什么也不存在的杠杆。由于投资者能够破坏或创建独立于公司行为的杠杆，所以企业价值必须要独立于公司的资本结构。[1]

对企业价值的描述强调在股票持有人和债券持有人的利益之间做一个清晰、直接的权衡。企业的价值取决于债务的价值和股票的价

① 如果公司享有优先进行债务融资的权利，这可能是因为信用等级高或享受税负优惠，那么提高这家公司资产负债表的杠杆比率就可以提高该公司的价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



值之和。公司所有人会降低债券持有人所持头寸的价值，就这一点来看，股票持有人将从中获益，股票持有人把亏损强加给债券持有人并从中获利。

因为公司管理者的利益通常和股票投资者的利益一致，债券持有人发现自己与公司管理层是立场相反的。认识到依赖公司管理来保护债权人的利益的想法非常脆弱，债券投资者会使用复杂的合同，即契约，来使公司债务发行人为债权人的需求服务。然而，对于债权人来说不幸的是，合同一般不足以影响公司以他们意想中的方式行事，尤其是当他们要求的行为与经理层的经济利益相冲突时。

有时候，大量财富会从债权人转移到股东。当公司参与杠杆收购或融资资本充实交易时，公司的债务水平会大量增加。债务的增加提高了现有债务人的风险，直接导致现有债务的贬值。1989 年 KKR 对 RJRNabisco 公司的收购就体现了债务水平急剧增加会使债权人受损。在对 RJR 公司的收购大战中，出价被提升到离谱的水平，将来的债务负担也同样被提高。在被收购之前，RJRNabisco 公司的债务总计不足 120 亿美元，而在被收购后它的固定债务款项超过 350 亿美元。资本结构的巨大变化产生的直接结果是：收购前的债券持有人估计损失了 10 亿美元，而股票持有人却意外获利 100 亿美元，债权人的损失直接进入了股票持有人的腰包。

在其他情况下，经理层使用更不易察觉的方法使债权人受损。仅仅通过以尽可能最低的成本和最灵活的条款借入资金，经理们就能够减少债券持有人的头寸。除了努力实现低借款利率，债券发行人还可能在债券中纳入价格优惠的认购期权或者结构诱人的偿债基金条款。一旦执行认购期权，债券持有人受损而股票持有人获利。公司达成的契约条款可能会赋予管理层大量的经营权，还可以让他们随意采取行动损害债券持有人的利益。

最后审视一下经理层损害债券持有人利益的行为，会发现他们是想保有进入债券融资市场的权力，重复而过分地损害债券持有人利益可能导致一个公司暂时不能以优惠条件借入资金。然而，最可能激起债券持有人怒气的交易、收购和融资资本却偶尔会发生，这就使市场的记忆在一家公司需要重新进入市场之前逐渐消失。经理层们采用更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不易察觉的行动来掏空债券持有人的腰包，却很少被注意到。债券持有人与公司管理者立场不同，这就使他们持有的头寸有可能受到损害。

市场特征

到 2003 年 12 月 31 日，投资级公司债券的总市值为 1.8 万亿美元。到期收益率为 4.5%，附加条款是未来信用状况的变化会增加或减少预期收益。平均期限和平均存续期分别为 9.7 年和 5.9 年。

小结

许多购买公司债券的投资者希望获得比美国长期国库券收益更多的收益。如果公司债券的利率高于无违约风险的美国长期国库券，从而使投资者得到足够的溢价来弥补公司债券的信用风险、流动性低和可回购性，那么公司债券可能会在投资者的投资组合中占据一席之地。不幸的是，在正常的情况下，投资者得不到足够的补偿来弥补公司债券的不利特征。在每一天结束时，由于信用风险、流动性不足和期权性风险都不利于公司的债权人，超额收益就成为一种幻觉，并没有为公司债券的投资者带来什么。

公司债券投资者发现形势对他们不利，因为对于股票投资者的愿望和债券投资者的目标来说，公司经理层的利益与前者更为一致。债券投资者面临的另一个障碍是呈左偏态分布的投资结果，使获利的潜力受限，但却没有减少亏损的可能性。

固定收益产品提供了一个避风港，这一点证明把它纳入一个多元化的投资组合是正确的。不幸的是，在特殊时期，信用风险和期权性风险损害了公司债券保护投资组合不受金融危机或通货紧缩影响的能力。在经济困难时期，公司偿付合同债务的能力下降，致使债券价格下降。在利率下降时期，由于资金流向质量更高的产品，再加上通货膨胀、债券的回购条款增值，使公司更有可能从债务人手中回购高票息的债券。理性的投资者避免投资公司债券，因为在出现金融危机或经济危机时，信用风险和可回购性损害了固定收益产品对资产投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合的保护能力。

历史收益证明了投资者并没有得到足够的补偿以弥补公司债券的一系列内在风险。截至 2003 年 12 月 31 日的 10 年间，美国长期国库券的年收益率为 6.7%，而投资级公司债券的年收益率为 7.4%。然而由于市场特征中的特定指数差异和特定时期对市场收益率的影响，使这个比较没有完全达到同类比较的标准，长期国库券和公司债券的年收益率仅相差 0.7%，没能使公司债券投资者在违约风险、流动性不足和期权性风险方面得到足够的补偿。美国长期国库券提供了一个更好的选择。

高收益债券

由公司债务款项构成的高收益债券不满足一流标准，没能达到投资级的级别。最高等级的垃圾债券评级为 BB，穆迪公司将它描述为含有“投机成分”，导致它的未来“让人觉得不能得到很好保障”。顺着等级次序往下看，B 级债券“缺乏可取的投资特性”，CCC 级债券“信用状况很差”，CC 级债券“有很高的投机性”，等级最低的 C 级债券是“获得真正投资信用的希望极其渺茫”。

高收益债券集中了高级公司债券令人反感的特点。垃圾债券市场的信用风险要远远高于投资级市场的风险水平。流动性不足处处存在，由于信用评级最低，所以只能进行指定交易。可回购性使垃圾债券的持有人面临“正面你赢，反面我输”这样一个熟悉的命题，并使这个命题有所扭曲。

投资级债券和垃圾债券的持有人在利率下降时都会面临可回购性带来的担忧。较低的利率会促使债券发行者以一个固定价格向债券持有人回购债券，然后再以一个更低的成本重新发行。高质量债券和垃圾债券的持有人都面临利率下降引起的、性质类似的再融资风险。

在利率下降时，垃圾债券持有人很可能面临损失，可回购性就可能会使垃圾债券持有人不能在公司信用等级的提高中获利。垃圾债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券购买者的目标之一就是识别出有光明前景的公司，这会提高公司偿还债务的能力，在评级机构那里获得更高的分数，并带来更高的市场价格。固定价格的认购期权限制了垃圾债券投资者从信用等级的提高中获利的能力，但这却是股票持有人牺牲债券持有人利益来获利的另一种方式。

美国包装公司

让我们看一下美国包装公司（Packaging Corporationof America，简称 PCA）2009 年 4 月 1 日到期、票息为 9.625%的 B 级高等次级债券投资者的命运。该债券由一个有高杠杆比率的箱板纸和瓦楞纸箱制造公司在 1999 年 4 月首次发行，它的票息比期限相同的美国长期国库券高出大约 500 个基点，并自称评级是 B 级债券中最差的。根据穆迪投资服务公司的评级标准，B 级表明“保证偿还利息和本金或者在任何一段长时间内履行合同中其他条款的可能性很小”。债券的购买者无疑都希望能有一个更美好的将来，也就是合同条款得以履行的可能性更大，而不是更小。投资者预见到的未来可能是公司的基本情况得到改善，可能是债券出现牛市，也可能是两者兼有。

PCA 的 2009 年 4 月到期、票息为 9.625%的债券为私人股权投资公司——麦迪逊·迪尔波恩合伙人公司（Madison Dearborn）对天纳克（Tenneco）包装公司进行杠杆收购提供了超过 5.3 亿美元的资金。这宗收购交易的高杠杆比率自然导致这只债券的评级为 B 级。在 1999 年第二季度发行这批债券时，PCA 的净负债是 16 亿美元，这个借债水平是该公司股本基数的 4.9 倍。

在 2000 年 1 月，PCA 公司首次公开发行股票，当时恰逢 20 年牛市期的最高峰。高盛公司为其承销了 4625 万股，价格为每股 12 美元，一共为 PCA 公司筹集到 5.55 亿美元。对于债券投资者，2009 年 4 月到期、票息为 9.625%的债券仍然为 B 级，价格也仍与票面价值相当。

在该公司首次公开发行股票之后不久，正如人们所希望的，PCA 公司的信用状况开始改善。2000 年第二季度的净负债下降到 13 亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，债务股本比提高到了2.2。2000年4月，穆迪公司提高了该公司高等次级债券的评级，从B级的最低水平B3级提高到B级的中等水平B2级。2000年9月份，有了更好的消息，那就是穆迪公司将CPA公司2009年4月到期、票息为9.625%债券提高到B级的最好水平B1级。在仅仅18个月中，高等次级债券的质量有了很大的提高。

PCA公司财务状况的积极态势仍在继续。到2001年第三季度，在偿还部分债务后，该公司拖欠的债务减少到7.51亿美元，使债务股本比变成了1.1。穆迪投资服务公司意识授予PCA公司高等次级债券中等水平的BB级为其带来了改善，将投资者从“担保不高”的B级债券转移到更加“不确定”的BB级债务。

截至2003年第二季度，债券持有人面临的环境要比2000年时更好。在那段期间，净负债从12.92亿美元下降到6.07亿美元，债务股本比从2.4下降到0.9。信用的基础情况显著地向有利于PCA垃圾债券投资者的方向发展。

CPA公司2009年到期、票息为9.625%的债券不但因公司的还债能力而受益，提高了公司剩余债务的信用水平，而且还从利率的显著下降中获利。2000年1月，10年期的美国长期国库券利率为6.7%。截至2003年6月，10年期美国国库券的收益减半，仅仅承诺给投资者3.3%。债券市场强有力的止跌回升和信用状况的明显改善共同使PCA公司的2009年到期、票息为9.625%的债券从2000年初与票面价格相当的价格上涨到2003年6月时的近108美元。

对于债券投资者来说不幸的是，2009年4月到期、票息为9.625%的债券的回购条款降低了它的升值潜力。2004年4月1日，公司有权以约定价格104.81美元回购已发行的债券。由于信用等级提高而且利率下降，PCA公司几乎肯定会行使回购债券的权力，然后以较低的利率再融资。在2003年年中对债券进行评估的投资者知道他们几乎肯定要在2004年4月1日愚人节那天将债券以104.81美元的价格卖给发行者，这限制了他们理应要为该债券支付的价格。

事实上，PCA公司2009年4月到期、票息9.625%债券的持有人不必等到2004年4月来交出他们手中的债券。2003年6月23日，该公司宣布一项收购要约，以110.24美元对这批债券进行回购，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比市场价格高出大约2%。公司选择在2003年7月21日以110.24美元的价格对债券进行偿付，而没有等到2004年4月1日以104.81美元的价格来偿付，因为公司的信用状况提高和市场利率下降使该公司不对债务进行偿付的成本变得过高。这次回购很成功，因为99.3%的债券持有人都将债券让度给了公司。

PCA公司发行新债券来对该公司2009年4月到期、票息9.625%的债券进行再融资，票息降低了很多，对5年期的债券以4.5%的利率偿付，对10年期的债券以5.9%的利率偿付。显著减少的票息为PCA公司在原始融资的剩余期限内节省了数千万美元的利息支出。这两种再融资债券在发行时都没有固定价格的回购条款，因为垃圾债券投资者坚决要求该公司亡羊补牢，在事后采取补救措施。

从投资者的角度来说，接受公司的收购要约能使收益最大化。考虑到债券的票息、要约的出价和回购价格，如果投资者持有债券直到回购日，他们面临的预期收益将仅仅比相同期限的美国长期国库券高出60到65个基点。理性的PCA公司2009年4月到期、票息9.625%的债券投资者别无选择，只能按要约出售他们的债券。

事实证明，回购条款让PCA高等次级债券的投资者付出了昂贵的代价。2003年6月，债券在一个很小的范围内进行交易，波动幅度从最低的108.2美元到最高的108.6美元，平均值价格大约为108.4美元。由于利率下降和PCA公司的信用状况改善，PCA公司2009年到期、票息9.625%的债券如果没有回购条款，那它的价格可能会超过125美元。公司以约定价格购回债券极大地减少了垃圾债券持有人的获利可能性。

尽管PCA公司的票息9.625%债券的回购条款有不利影响，债券持有人仍然得到了可观的持有期收益。由于公司信用状况得到改善，再加上利率下降，垃圾债券投资者从公司首次公开发行日（2000年1月28日）到公司完成收购要约日（2003年7月21日）累积了49.2%的收益。对垃圾债券投资者来说，不会有更好的形势，或者说不会有更好的投资结果。

PCA垃圾债券的收益如何与相近投资产品的回报相比呢？令人惊奇的是，期限相同的美国长期国库券创造了45.8%的持有期收益率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



因为政府发行债券的不可回购性使投资者能够从债券市场的回升中充分受益。PCA 债券的持有人在三年半的时间内实现了持有期内 3.4%的累计收益，相对于他们经受的高信用风险，这只是很少的一点补偿。美国长期国库券的风险调整收益大大高于 PCA 公司票息为 9.625%的债券持有人所实现的收益。

PCA 公司的股票持有人面临一系列的严峻形势。与债券持有人面临的强劲市场相比，股票持有人面临着黯淡的市场环境。PCA 公司首次公开发行当日，有史以来最大的股票市场泡沫几乎到达最高点，从那天起到债券执行收购要约之日，标准普尔 500 指数累计下降了 24.3%。PCA 股票从 2000 年 1 月的首次公开发行价 12 美元涨到了 2003 年 7 月 21 日的 18.05 美元，持有期收益达到 50.4%。即使是当股票持有人处于最遭的时刻而债券持有人处于最好的时刻，PCA 的股票持有人仍然获得了成功。

考虑一下的话，PCA 的股票持有人获得更高收益可能也是在预料之中的。垃圾债券头寸的信用状况得到改善，支撑公司固定负债的股票作为缓冲器必然也会有相应的增加。股价的上涨加强了该公司债务负担的潜在支持力。由于信用的基本情况不断得到改善，同时股价也在上涨，投资者如果持有获利潜力无限的股票，将会比获利潜力受到限制的债券更有获胜的可能。

在信用的基本情况恶化时，垃圾债券投资者相对于股票投资者来说，优势很小或者说没有优势。回想一下，PCA 公司 2009 年 4 月票息为 9.625%的债券在 1999 年进入市场时信用等级为 B 级中的最差级别，信用不稳定即“很少能保证履行合约中的条款”。信用恶化很可能会损害债券持有人，同样也会损害股票持有人。

垃圾债券投资者不可能获利。当基本情况得到改善时，股票收益控制着债券的收益。当利率下降时，不可回购的债券能提供了更丰厚的风险调整收益。当基本情况恶化时，垃圾债券投资者与股票投资者一样都会亏损。消息灵通的投资者会避免高收益固定收益投资的必败后果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利益一致性

垃圾债券的持有人面临的利益不一致问题比投资级债券持有人更加严重。当发行的"堕落天使"垃圾债券开始被作为高质量债券，并且失信于人们，那么与信用质量下降相对应的就是股票价值的减少。在令人苦恼的形势下，公司经理层通常会努力工作以避免公司股本基数的进一步流失。经理层可使用的工具包括了提高利润和降低成本。很明显，减少利息支出和减少债务款项的价值是经理层改善股票头寸的一种重要方法。"堕落天使"债券持有者发现他们的利益与公司经理层的利益是不一致的。

在新发行垃圾债券时，尤其是当它们被用于杠杆收购交易或融资资本充实交易时，债券持有者要面对的经理层有更为明确的动机，也更具有敌对性。经验丰富的、以股票为导向的金融工程师带来了无数能使股票价值持续快速增加的工具。当财务执行人员致力于降低债务成本时，债券持有人意识到成本的最小化将会以减少收益的形式来实现。

市场特征

到 2003 年 12 月 23 日，高收益公司债券的市值总计 5500 亿美元。到期收益率达到 7.9%，市场表明它们的平均期限和平均存续期分别为 8.2 年和 4.8 年。

小结

垃圾债券投资者面临一些因素的集中组合，使高等级公司债券成为投资者的糟糕选择。扩大的信用风险、更大的非流动性和价值更高的认购期权是想要寻求高风险调整收益的债券投资者所面临的三重威胁。垃圾债券的融资成本相对较高，这就鼓励了受股价驱动的公司经理层减少债券头寸的价值，从而提高股票持有人的地位。

作为抵御金融危机或通胀紧缩的投资工具，事实证明垃圾债券还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不如投资级债券有用。承诺能带来增值收益的因素——信用风险、非流动性和可回购性，在出现危机时期不利于垃圾债券投资者，从而降低了垃圾债券为投资组合提供保护的能力。

垃圾债券投资者在近年来的经历证实了一点，那就是在负债率很高的公司中持有债券是不明智的。截至 2003 年 12 月 31 日的 10 年里，雷曼兄弟公司的美国公司高收益指数年收益率为 5.9%，而美国长期国库券的年收益率为 6.7%，投资级公司债券的年收益率为 7.4%。虽然指数中的结构不同（最明显的是存续期不同）使这种比较不太完美，但是垃圾债券投资者冒着更大的风险，却得到了更少的回报，这个事实是显而易见的。

免税债券

符合条件的政府部门能够发行免税债券，这种债券能使持有人盈利而不用交纳联邦税，某些公债还允许符合条件的居民免交州税和地方税。例如，纽约市发行的债券为纽约市民提供了三重免税，使这些债券持有人不必向纽约市、纽约州和美国政府交纳收入税。康涅狄克的居民有义务向纽约市纳税，他们只能免除联邦税。市场参与者有时把免税债券看作是市政债券，尽管它的发行者范围要远远不止美国的市政当局。

从表面上看，免税债券让投资者有机会把固定收益资产放在应课税账户里（在这个账户里，它们特殊的税负特性减小或消除了税收结果），这就释放了递延税账户吸纳较高税负资产的能力。可是很遗憾，信贷风险和可回购性减小了免税债券对投资者的吸引力。

免税债券市场和公司债券市场都存在发行者与购买者之间的力量不平衡。当经验更为丰富的借款人与经验欠缺的放款人交易时，结果就会有利于借款人，渴望支持获胜方的华尔街银行家达成的各项交易都有利于更强势的参与人。借款人发行债券的利息率不足以对风险进行补偿，而这种风险是指借款人不能按期全额偿付利息和本金。借款人发行债券时附有价格低廉的回购条款，这些条款使他们有机会买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回债券并以更低的利率进行再融资。这种不对等的条款能在利息率较高时保护放款人，从而让他们获利。在制定交易条款时，华尔街有机会使债券的发行方满意，这将会带来源源不断的新业务机会。

为数众多的个人投资者能够直接买卖免税债券。由于免税债券的二级市场非常缺乏透明度，华尔街交易团体在免税债券的交易过程中占有极其不合理的优势。谨慎的投资者在购买免税债券时会权衡大量直接交易的一次性成本和共同基金投资的实际持续成本，试图在这两者中选择成本较小的。

税前收益和税后收益

市场机制使得应课税债券和免税债券的税后收益大致趋于相等。当市场有效运行时，最高边际税率在界定应课税收益和免税收益的差异时起着很重要的作用。

一般地，平衡机制对于短期限的债券最为有效，因为它在不久的未来存在较小的不确定性。让我们看一下 2004 年 9 月初的 3 个月定期利率。如表 3.1 所示，投资者持有的高质量公司债券在课税的基础上可赚得 1.9%的收益，而持有高质量的普通债券在免税的基础上可赚得 1.2%的收益。要注意的是，一个拥有应课税短期债券的投资者（按 35%的最高边际税率交税）在税后可以赚得 1.2%的收益。[①]应课税的投资者税后收益率为 1.2%，与免税投资者 1.2%的收益率相等，

表 3.1 多元化、股票型的投资组合为投资成功提供了基本框架

到期时间	应课税收益	等值免税收益	免税收益	实际免税优势
3 个月	1.9	1.2	1.2	0.0
1 年	2.5	1.6	1.5	−0.1
5 年	3.8	2.5	2.7	0.2
10 年	4.7	3.1	3.6	0.6
30 年	5.5	3.6	4.6	1.1

来源：彭博资讯，2004 年 9 月 6 日。
备注：应课税收益反映的是 AAA 级工业公司债券的交易水平。等值免税收益所反映的是将 35%的边际税率应用于应课税收益。免税收益反映了 AAA 普通债券的交易水平。

① 用 1.0 减去税率（即 1.0−0.35），再乘以应课税利率 1.9%，可得到税后收益率 1.2%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这个例子就说明在短期货币市场更有效。

对于期限更长的债券，均衡机制所起的作用就弱得多，比如30年期债券的免税收益超过应课税的税后收益整整一个百分点。许多因素使得应课税收益和免税收益之间的关系复杂化，包括信用风险和流动性问题。尽管表3.1显示了AAA级证券的收益水平，但不管是免税还是应课税，市场都可能会区别对待AAA级市政债券和AAA级公司债券的违约可能性。市场几乎肯定可以意识到免税债券是在流动性极低的市场上进行交易的，这就促使投资者要求得到更高的收益率来对低流动性进行补偿。违约风险和可交易性的区别使期望中长期应税收益和免税收益之间的同类比较变得模糊。

对于期限较长的免税债券，最重要的问题可能与未来税率和免税期限的不确定性有关。如果税率改变，则市政债券的免税价值也随之改变。税率降低就减少了免税的价值，反之亦然。如果美国国会限制或取消了免税，市政债券的价值将会减少。立法的不确定性使得长期免税收益高于预期。

一般情况里总会包含特例，有时，市场力量就不能在收益曲线的末端发挥作用。让我们来看一下先锋集团在货币市场上发行的产品。2004年9月，免税的货币基金收益超过了应税的货币基金收益，边际税率最高的纳税人选择免税基金可以在税后获利0.4%。9月份早期初的收益并不只是一次偶然的机遇。在2004年8月31日之前的1年里，先锋集团的免税基金创造了0.9%的收益，高于应课税基金的0.8%的收益。当然，投资者在考虑免税的优点之前就已经赚得了更高一筹的免税收益。在很少的情况下，市场会使有效市场假说的拥护者大惑不解，为人们提供轻松赚钱的机会。

表3.2 先锋集团的货币市场应课税投资者错失机遇

基金	税负情况	截至2004年9月3日的收益(%)	2004年8月31日前1年的收益(%)
先锋主题货币市场基金	应课税	1.2	0.8
先锋免税货币市场基金	免税	1.2	0.9

来源：先锋集团。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于应课税债券和免税债券的税后收益往往趋于相同，那么，拥有免税债券的最大好处在于释放了投资者的递延税账户吸纳非固定收益资产的能力。当投资者使用递延税账户管理非固定资产并从中获得了明显的短期经济收益时，这种短期内的收益是以牺牲投资组合的长期特性为代价的。投资者如果用免税债券来代替核心投资产品美国长期国库券，就把回购风险和信用风险引到债券投资组合中，从而冲淡了固定收益在增强多样化威力方面的价值。

认购期权

市政债券的购买者缺乏经验，他们要求得到的收益升水过少，甚至不足以补偿固定价格认购期权的价值。虽然不存在认购期权方面的综合数据，但简略了解一下 AAA 级免税债券发行者的期权定价特点，就可以说明市政债券投资者所面临的不利因素。

2004 年 7 月底，AAA 级、30 年期、免税、不可回购证券的借款成本达到 4.8%。由于这种债券不能回购，发行者就承担起了在这 30 年中每年支付约定利率的责任，不管将来利率如何变化都是如此。如果发行者在 5 年后按票面价值回购债券，则借款成本将升至 5%，回购条款的成本是不可回购带来的收益与可回购带来的收益之间 0.2%的差异。债券发行者支付 5%的收益升水就可以获得以固定价格回购债券的权利，这样就可以在利率下降的情况下进行有利可图的再融资交易。

虽然从收益来看，认购期权 0.2%的成本就像是一个小土豆，但在一只债券的 30 年寿命里，小土豆也会慢慢长大。如果把收益差别转换成以美元计算的价格差别，我们就可以得出一个结论，即市场对认购期权的估值是债券发行价的 3.6%。

有许多模型可以用来对认购期权进行估值。许多学术概念对实际情况的洞察力极少，与此不同的是期权定价模型每天都在证券市场上发挥着重要作用。市场做市商和市场参与者都依赖期权定价模型来决定期权相关产品的公平价值，使用由模型得出的公平价值计算方法来做出买进和卖出的决策。

把认购期权的估计成本和理论价值做个比较，结果表明借款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的获利是以牺牲放款人的利益为代价的。根据彭博资讯的计算结果，在5年内按面值进行认购的期权价值达到发行价的5%，高出发行者的估计成本1.4%，换句话说，债券持有人要给予发行者相当于债券价格1.4%的补贴。按照莱曼兄弟公司发明的交易模型，在5年内按面值进行认购的期权价值为发行价的6.3%，意味着要高出借款人成本的2.7%。如表3.3所示，对于在5年和10年内按面值进行认购的期权，期权价值都超过了发行者的成本。理论价值和市场价值（即发行者的成本）之间的差别明显有利于债券发行者。

表3.3 市政债券认购期权的市场价值与理论价值不一致

不能回购的期限	市场价值	布莱克·德曼·托伊模型估值	莱曼兄弟公司的估值
5年	3.6	5.0	6.3
10年	2.2	3.9	4.3

注释：数据由莱曼兄弟公司提供。布莱克·德曼·托伊（Black-Derman-Toy）模型使用了Bloomberg的软件。莱曼兄弟公司的估值来源于公司专用的估值模型。数据截至2004年7月。

考查某一时点上的期权价值，只能对期权的错误定价提供有限的证据。然而，事实证明，估值的不一致和证券买卖双方的势力不均衡是一致的。在回购期权定价的角逐中，市政债券投资者落败。

交易成本

当个人投资者试图直接买卖免税债券时，市政债券投资的问题会加剧。在已发行的1.9万亿美元市政债券中，个人直接持有的大约占1/3，这就意味着市场结构问题将会影响大量的参与者。意识到个人投资者的利益有可能遭到损害，美国政府为免税债券市场制定了一个监管框架。

1975年国会通过一项议案授权市政证券规则委员会（Municipal Securities Rulemaking Board，简称MSRB）监督市政债券的发行与交易，目的是“保护投资者和公众的利益”。可具有讽刺意味的是，MSRB监督的是一个对交易商友好，却对投资者不利的投资领域。评价一下MSRB的成员就会清楚地发现它偏向于华尔街。根据《华尔街日报》的报道，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 2004 年初，MSRB 的成员中有 2/3 在银行或经纪公司工作。由于狐狸控制着鸡笼，市政债券投资者在黑暗中进行操作也就不足为奇了。

信息不对称是免税债券领域最重要的问题之一。相比华尔街的机构投资者，中产阶级个人投资者是在严重的信息劣势下进行操作。直到 2004 年末，投资者受到的债券交易数据都是滞后一天的。缺乏实时公开的信息直接伤害了较小的市场参与者，因为交易团体能够得到此时此地的信息，而小交易者却只知道一些彼时彼地的信息。

市场缺乏透明度导致投资者付出更高成本，而交易商却获得更高利润。美国证券交易委员会的两名经济学家进行了一项研究，结论是："个人投资者如果对享有税赋优惠的市政债券进行交易，要支付相当于证券价格 2%的'有效价差'。"两位作者指出，市政债券的价差超过股市交易的平均价差，这是一个令人惊讶的结果，因为风险更高的股票资产理应比风险较小的债券花费更多的成本。市政债券交易商的贪婪遭到谴责，较小规模交易的成本相应地高于较大规模的交易，这就颠倒了人们预期中规模和成本之间的关系。作者的结论坦率而简单，他们指出："我们把这些结果都归因于债券市场上的价格普遍缺乏透明度。大机构交易者对市政债券的价值有清醒的认识，而小交易者却没有。"市政债券的做市商利用小投资者的弱点来获利。因此，理智的投资者避免和华尔街的内行人做交易。

利益一致性

免税债券的投资者与所有非国库券持有人一样，面临一系列的利益不一致。债券的发行价极具进攻性，对借款人有利，却不能对放款人进行补偿。华尔街的交易商就像骗子一样，在债券发行和随后的交易中都对中产阶级的个人投资者进行盘剥。谨慎的投资者在应对市政债券时会特别谨慎。

市场特征

到 2003 年 12 月 31 日，市政债券的市值共达到 9230 亿美元。到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期收益达到 4.1%，平均期限和平均存续期分别为 13.8 年和 8.1 年。

小结

免税证券对应课税的投资者有很强的吸引力，因为它有一项非常有价值的特征，那就是它的利息收入可以免交联邦税，在某些情况下还可免交州税。但是，税率的不确定性、信誉风险、认购期权风险和交易成本等问题一起作用，就大大减少了免税债券的实用性。

在较短的期限内，消极因素只引起了投资者的极少关注。对于货币市场的免税基金，很短的期限消除了人们对税制变化的担忧，也减轻了人们对信用风险的担忧。货币市场的投资工具没有认购期权，交易市场也相对比较高效和透明。短期的免税货币市场基金值得人们认真考虑一下。

随着债券期限的增加，免税债券带来的麻烦也随之增加。边际税率的变化和信用质量的变化都能从正面或负面改变期限较长免税债券的价值，认购期权和不透明的交易体制通常会减少预期收益。长期免税证券的投资者虽然获得了有价值的税负优惠，但他们的代价是没有获得不可回购、无违约风险的美国长期国库券对投资组合提供的一定保护。

资产担保证券

资产担保证券由一些固定收益投资工具组成，这些工具依赖一系列相关资产（即“资产担保”中的“担保”）来为偿付债券持有人提供现金流和保障。如果资产担保债券中最常用的资产由住房按揭组成，银行家就用信用卡应收账款、商业租赁款和汽车债务等资产来作为资产担保交易的抵押品。

资产担保交易拥有高度复杂的财务结构。证券发行者期望将一些资产从资产负债表中移除，从而获得很低的融资成本，资产担保证券的购买者迫不得已与强大的对手展开了竞争。

对于住房抵押贷款证券化产品（mortgage-backed securities），这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融工具从房屋所有人经由住房按揭转移给债券持有人，它们在利率变化时做出的一系列回应会令投资者感到不快。如果利率下降，房主就有机会预付按揭款并为按揭款进行再融资。偿还高利率的按揭款对借款人有利，但却伤害了住房抵押贷款证券的持有人，因为这会使他们不能再获得高额的利息偿付。类似的，如果利率上升，房屋所有人往往只会支付最低要求的本金和利息。住房抵押贷款证券的持有者在低利率环境中失去了高收益的资产，在高利率环境中保有低收益的资产。

当投资者希望一只证券延长期限时，它却缩短期限，或者希望它缩短期限时它却延长了期限，如果接受了这种证券，那么住房抵押贷款证券的持有者将会获得收益升水。这些收益升水能否对住房抵押贷款证券中含有的复杂期权进行补偿是一个极其困难的问题。像火箭科学家一样，华尔街使用复杂的计算机模型来决定住房抵押贷款证券制定的公平价值。这些模型有时能起作用，有时却不起作用。如果金融工程师在对期权进行正确定价时都面临挑战，那么个人投资者又有多大可能成功呢？

事实证明，期权性风险比信用风险更难评估。对于具有信用风险的固定收益投资工具，明智的投资者会带着怀疑态度来看债券的收益，他们知道会有一部分收益因为公司信用的降级或违约而亏损。对于具有高度期权性风险的固定收益投资工具，普通投资者丝毫不知道已公布的收益中将有多少被用于调整期权的可能成本。事实上，固定收益期权的变化动态让很多专业人士都觉得很难理解。

派珀资本的文史·布朗特真

20 世纪 90 年代初有一个著名的案例，文史·布朗特真（Worth Bruntjen），是位于明尼阿波利斯的派珀投资（Piper Capital）公司的一位固定收益投资专家，他作为住房抵押贷款证券的投资组合经理而声名远扬。在这 10 年里，前几年的投资结果非常辉煌，在此基础上，布朗特真在散户和机构投资者那里都吸收到了大量的资金。

布朗特真管理着派杰公司（Piper Jaffray）的美国政府证券基金（American Government Securities Fund，简称 AGF），这是散户投资者提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供的一组住房抵押贷款债券投资工具之一。受债券强势多头市场的驱动，再加上这个投资组合对利率高度敏感，截至 1993 年 12 月 31 日的 5 年间，这只基金的年收益率达到 19.3%，比所罗门兄弟按揭抵押指数 11.2%的年收益率高出很多。布朗特真创造的收益位列排行榜第一，这使晨星公司在"年度投资组合管理人"评比中授予他亚军的头衔，因为他具有"远见卓识和指导力量"。

公布的记录显示布朗特真在他的机构账户客户中最重视佛罗里达州。事实上，佛罗里达奉行一种不正当的投资策略来对它的基金进行保守操作，从业绩不佳的管理人那里收回资产并把其追加到能获得高于市场平均收益的账户里。由于布朗特真的辉煌业绩，截至 1994 年 1 月，在佛罗里达州的账户里，由布朗特真管理的资产超过 4.3 亿美元，是他最大对手所管理资产额的两倍还多。

布朗特真这样解释他的策略："我们买进政府代理机构的证券，这种证券的利率比 30 年期债券要高，但它的平均寿命只有 3 到 5 年。"这位基金管理人所买的"证券"包括按揭贷款和偏向多头市场的按揭贷款衍生品。但是，布朗特真对他的投资方法所做的这个"以无换有"的解释还是找到了忠实的听众。直到 1994 年初，布朗特真旗下的基金一直在快速上涨。

对固定收益投资者不幸的是，1993 年秋标志着债券市场止跌回升的一个高点，10 年期美国国库券的收益率达到 26 年来的最低点 5.3%。在短短几个月内，截至 1994 年 5 月，债券价格的暴跌将收益率降低到 7.4%。《华尔街日报》如此描写这年春天的这场灾难："按揭贷款衍生品进行的这场大屠杀正在造成新的伤亡，因为投资者和交易商继续冲向出口，造成了价格下跌和需求丧失之间的恶性循环。"使债券投资组合举步维艰的空头市场彻底破坏了布朗特真的投资方法。

在 1994 年，AGF 的个人投资者遭受了的亏损接近 29%。相比之下，所罗门兄弟按揭抵押指数公布的亏损率则很低，只有 1.4%。从 1 月到 9 月，佛罗里达州的投资损失达 9 千万美元，对于那些据称进行保守投资的基金来说，这是一个绝对不能接受的结果。惨淡的收益令人沮丧，佛罗里达州宣布将从布朗特真的账户中撤回近 1.2 亿美元的资金。散户和机构投资者都损失惨重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券市场的大屠杀颠覆了布朗特真的投资策略。当利率上升时，这位按揭贷款投资专家就会“将大量资金投入到波动剧烈的衍生品上，如反浮动利率债券和本金分拆证券”以使他的基金表现得与长期的 30 年债券类似，而不是像他在描述策略时引用的短期债券一样。在一个利率不断上升的环境中，对利率的敏感度提高，使布朗特真的投资者注定要遭受厄运。

文史·布朗特真，被晨星公司认为是“有远见卓识的人”，没能认识到自己投资策略中的风险，他在派珀投资的上级也没有认识到。在佛罗里达州，所谓经验丰富的投资者也没能认识到他的策略所含有的风险。共同基金咨询公司——晨星公司也没能认识到这一点。要理解和评价与按揭贷款相关的证券非常复杂，这就要求人们回避按揭贷款投资工具中有潜在危害的期权风险。

从投资组合这样一个更广泛的角度来看，住房抵押贷款证券的期权性风险不利于那些希望用债券来对冲通货紧缩或金融危机的投资者。房屋所有人的预付期权所起的作用类似于一只公司债券的认购期权。如果利率下降，受通货紧缩因素或金融危机的推动，住房抵押贷款证券的持有人可能会损失投资，同时也不能在这种环境下得到保护，因为这种环境会导致房屋所有人行使预付期权，获利的是借款人。

利益一致性

资产担保证券的持有人与有价证券领域一些最富有经验的金融工程师处于相反的立场。在最好的情况下，购买新发行证券的资产担保证券投资者应该预期得到低收益，发行者使用一个复杂的结构是为了进一步达到为公司创造低成本债券的目的。在最坏的情况下，资产担保证券的复杂性导致一种不透明性，妨碍了投资者理解投资头寸的本质特征。在最极端的情况下，资产担保证券复杂而不实用的安排有可能使投资者的投资组合遭受严重损害。

市场特征

在 2003 年 12 月 31 日，资产担保证券的市值达到 1380 亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到期收益率为 3.2%，同时市场显示，其平均期限和平均存续期分别为 3.1 年和 2.7 年。

小结

资产担保证券在很大程度上涉及金融工程。作为一项常规法则，华尔街创造的产品越复杂，投资者就要跑得越快越远。有时，复杂证券的创造者和发行者都不知道该证券在各种情况下走势如何。非专业的投资者又有什么机会成功呢？

许多住房抵押贷款证券都拥有政府支持企业（GSE）的支持，这就使投资者认为该证券的风险水平很低。事实证明，投资者的这种设想是错误的，主要表现在以下两个方面。第一，信用风险最终可能要高于市场参与者的设想。第二，政府支持企业导致投资者沾沾自喜，这这可能会掩饰难以理解的期权所带来的风险。投资者要警惕这一点。

正如其他形式的固定收益产品一样，资产担保证券发行者寻求的是廉价融资。发行者的廉价融资就会转换成投资者的低收益。将低预期收益和很高的复杂性结合在一起，遭殃的是投资者。

与固定收益市场的很多其他组成部分一样，资产担保证券的发行者似乎没有因为接受了信用风险和回购风险而获得报酬。截至 2003 年 12 月 31 日的 10 年间，所罗门兄弟债券资产担保证券指数的年收益率为 7.2%，低于所罗门兄弟美国长期国库券指数的年收益率 7.5%。与其他债券指数的收益比较一样，这些数字并不能解释指数构成上的差异。但是，在过去的 10 年里，资产担保证券的投资者似乎没有实现创造超额风险调整收益的目标。

外国债券

从资产规模看，以外币计价的债券代表着一个巨大的市场，它的总市值仅仅落后于以美元计价的债券市场。然而，尽管市场规模大，外国债券并没有给美国投资者带来多少价值。

让我们看一下两种偿还期限和信用质量都类似的债券，其中一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种以美元计价，另一种则以外币计价的。由于各个国家的货币条件不一样，这两种债券可能会承诺不同的利率水平。投资者可能期望不同国家的不同利率和不同经济条件能带来不同的投资结果。然而，如果投资者通过在远期市场卖出足量外国货币来对冲外国债券的资金流，以使它等同于期望收到的利息和本金偿付，那么以美元计价债券的美元现金流就会与被对冲成美元的以外币计价债券的美元现金流相等。换句话说，一只未对冲的外国货币债券由一只美元计价的债券加上汇率风险组成。

外国货币本身并没有提供任何预期收益。一些市场参与者，作为所谓宏观政策的一部分，对汇率的变化方向进行投机。外国债券型的共同基金提供了一种投资工具，投资经理有时会运用这种工具进行投机。对货币的严密投机计划也不能产生可靠的超额收益来源，因为在一般情况下，影响经济条件的因素，尤其是利率，由于太复杂而不能与预期保持一致。明智的投资者会避免进行货币投机。

对于投资组合来说，汇率风险可能会带来一个好处，那就是增加了多元化水平。即使没有预期收益，货币流动和其他资产类别的波动缺乏完全的相关性，这也会减少投资组合的风险。然而，投资者不应该通过持有外国债券来承担汇率风险，而应该通过一种预期能带来更高收益的资产类别，即外国股票。

由于外国货币头寸本身预示着一个零期望收益，所以外国债券投资者期望获得与美元债券一样的收益。然而，未对冲的外国债券不能像美国国库券那样为持有人提供保护以抵御金融危机或通货紧缩。在市场遭受挫折时，美国投资者不知道汇率将会对外国债券头寸的价值产生什么影响。外国货币兑换的未知影响迫使那些期望从固定收益的多元化特性获利的投资者避免持有未对冲的外国债券。

利益一致性

美国国库券的持有人期望从政府那里得到公平待遇。不同于公司债券发行者和公司债权人之间的内在敌对关系，政府没有理由损害自己的公民。如果投资者购买的外币计价债券主要是由发行国的国民持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有，那么这些投资者很可能会从较好的利益一致性中获利。

然而，如果外国政府发行的债券主要在外国持有人的手里，那么利益一致就不复存在了。事实上，如果政治考虑胜过了合同义务，政府债券的外国持有人遭受的损失会比处于困境的公司债券持有人更糟糕。如果国际政治活动参与进来，外国债券的持有人就会遭殃。

市场特征

到 2003 年 12 月 31 日，外国计价债券的总值达到 9.1 万亿美元，其中 6.1 万亿美元是由外国政府发行的，还有 1.3 万亿美元是由投资级公司发行的。以外币计价的高收益公司债券很少，总共只有 740 亿美元，这反映出这个市场相对而言还不是很成熟。

外币计价政府债券的到期收益率为 2.5%，平均期限和平均存续期分别为 7.3 年和 5.6 年。而以外币计价的投资级公司债券到期收益率为 3.5%，平均期限和平均存续期分别为 6.0 年和 3.8 年。

小结

外币计价债券与国内债券一样担负着创造低预期收益的责任，但却没有国内固定收益所特有的多元化威力。完全对冲的外国债券模拟美国债券（不利因素是复杂性增加和对冲过程中的成本），未对冲的外国债券为投资者带来了美元债券风险，以及（也许是多余的）汇率风险。外币计价债券在结构严谨的投资组合中并不会发挥什么作用。

对冲基金

对冲基金包含的投资方法非常广泛，以至于无法将它归为相同类别的单一分类。由于分类范围涉及事件驱动、相对价值、宏观策略、固定收益套利交易等，对冲基金投资者面对的是一长串各不相同的选择清单。尽管在管理策略上有很大差异，对冲基金通常都有共同的法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

律结构(有限合作公司)、类似的费用结构(基本管理费用加上利润分红),而且都对主动管理有极大的依赖性。

如果投资手段的目的是避免与传统股票和债券的收益产生关联性,那么投资者就要完全依赖主动管理技巧来创造投资收益。不管市场形势如何,这种绝对收益策略总是试图产生正收益。不管市场处于什么形势下,如果没有市场风险,缺乏管理技巧,那么投资者就只能获得货币市场的收益率。很显然,投资者支付了高额管理费用和大量利润分红,他们期望得到高于货币市场的收益。只有当投资者能识别出具有出色主动管理技巧的管理人时,投资追求绝对收益的对冲基金才有意义。

相比之下,传统有价证券的投资者可以期待从相关的资产类别上获得基本收益,而在主动管理账户下的资产由于证券选择造成的收益增减会使基本收益有所调整。例如,对于国内股票,即使投资者没有管理技巧,简单的市场风险就可以使得他期望得到或多或少与广阔市场相当的收益。没有哪种优势力量能使收益是完全的投资收益。

要在对冲基金领域取得成功,投资者必须识别出技术过硬的主动管理人,以便克服基金经理要求的非常昂贵的费用安排。对于传统的资产类别,金融理论和现实经验都说明大部分的主动管理资产不能超过市场收益。平均而言,投资者的亏损就是交易中发生的成本和支付的管理费用。虽然对冲基金经理使用的战略多种多样,阻止了对负和、封闭系统模型的简单应用(该模型描述的是对传统有价证券的主动管理),但回避市场风险的管理者仍然应该在没有做出更好投资选择的情况下得到货币市场收益。在对冲基金领域,和整个货币管理业一样,连续而技高一筹的主动管理是非常有价值的。假如对冲基金的主动管理人所达到的成功水平类似于传统有价证券的主动管理人,那么,对冲基金的投资者由于要交纳更高的费用,失败的可能性就更大。

生存偏差

对冲基金以往业绩的统计资料并不能让我们对这个投资界相对较新的组成部分在特点上有太多了解。生存偏差对历史收益数据的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



集者来说是一个很普遍的问题。由于业绩较差的公司比业绩较好的公司更容易倒闭，这就使得关于管理公司收益的数据高估了过去的业绩，因为在任意时点上，从现存管理公司中收集的数据常常会缺少那些在以前已倒闭公司的完整业绩数据。在根深蒂固、记录全面的传统有价证券领域，生存偏差是一个很重要的问题，但还是可以计量的。在根基较浅、记录不太全面的对冲基金投资领域，生存偏差造成了一个更大的信息挑战。

即使数据库的管理者试图纳入已倒闭公司的投资结果，收益的历史数据还是经常缺乏完备性。由于大部分数据收集者都依赖于对冲基金自己所做的业绩报告，数据的完整性依赖于对冲基金的忠诚度。由于对冲基金挣扎着继续运营，第三方数据提供者报告的结果在每天面临危机管理挑战时退居次位。

以长期资本管理公司(Long Term Capital Management，简称 LTCM)的记录为例，它旗下的对冲基金臭名昭著，几乎摧垮了全球的金融系统。崔盟资本管理公司(Tremont Capital Management)是对冲基金数据的主要提供者，据《纽约时报》报道，该公司的数据库中包含的 LTCM 公司的业绩只记录到 1997 年 10 月，这大约是 LTCM 公司倒闭的前一年。

从业绩报告的开始到终止（1994 年 3 月到 1997 年 10 月），LTCM 公司对投资者来说，每年的净收益率达到 32.4%，这对大量资本而言是一项非常不错的收益。很显然，长期资本公司的早期记录夸大了对冲基金业的总体业绩。从 1997 年 10 月长期资本公司停止报告投资结果到 1998 年 10 月该公司倒闭，其收益(如果能称之为收益的话)达到-91.8%。如此惊人的亏损并未出现在崔盟公司宝贵的数据资料库里。

崔盟公司报告的收益记录是每年 32.4%，而 LTCM 公司的实际业绩记录是每年-27%，两者的巨大差异造成了观念和现实之间的鸿沟。对 LTCM 公司内部统计数据的遗漏夸大了历史，在对冲基金投资的真实特征上误导了投资者。

对冲基金收益的统计描述还受到纳入误差的不利影响，这种偏差与生存偏差有关但两者截然不同。随着对冲基金在 20 世纪 90 年代变得流行，只有那些有过成功业绩记录的基金才能脱颖而出，吸引到市场评论家的注意力和投资者的资金。业绩记录平庸的基金默默无闻，具有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强劲收益的基金获得了资本和赞誉，从而进入了咨询公司管理人的视野，并对已公布的收益在正面进行了大量诠释。在某些情况下，数据的管理者会在已报道的管理人排名中添加一些新发现的业绩强劲者的以往数据，这就为以往的业绩数据提供了一个没有代表性的改进。对冲基金公开的业绩数据系统性地高估了对冲基金市场的实际情况。

早期的对冲基金赢家所公布的辉煌业绩记录使很多投资者得出这样的结论：对冲基金每年都能创造20%的收益。这个结论是由于随意援引了备受瞩目的成功案例，对结构不甚合理的数据库只做了肤浅的分析，也没有对难以收集的综合数据进行过仔细的考虑。

多空投资策略

对冲基金管理人试图创造真正独立的收益，并且一般都会阐明他们比较温和的投资目标。假如一位基金管理人的投资组合持有相等份额的多头头寸和空头头寸，从市场的角度看，多空两头互相抵消。如果市场看涨，空头造成的损失正好抵消了多头带来的收益；反之，如果市场看跌，多头造成的损失又正好抵消了空头带来的收益。这种多空两头平衡的投资方程可以将市场的影响排除在外。

证券选择是采取多空策略的投资者获得收益的主要来源。如果管理人能识别出价值被低估的多头头寸并选择价值被高估的空头头寸，那么这种投资组合的证券选择能力就是单纯做多投资者的两倍，这很可能会给他们带来好处。

多空策略的次要收益来源是建立空头仓位时的折扣，抛空所带来的现金收益接近于货币市场的利率水平。虽然空头头寸的折扣增加了投资者的收益，但它本身并不足以说明多空投资策略的合理性。如果一个投资者希望在货币市场上赚取收益，那么他买进一只货币市场基金可以更直接地带来现金收益，而且成本更低、风险更小。

假设采用多空策略的基金管理人所表现出来的证券选择能力等同于全国业绩排在前1/4、单纯做多的国内股票经理。截至2003年12

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月 31 日的 10 年里，一个被广泛采用的主动管理人体系显示，业绩排前 1/4 的股票年收益率高于市场 2.3%。如果一个做多空投资的管理人在一个投资组合的多空两头都能创造出排名前 1/4 的收益，那么证券选择将带来 4.6%的收益。从精明的证券选择中所获得的预期收益还不到两位数。

把短期利率（反映了空头头寸的折扣）算到证券选择增加的价值上，就可以算出多空投资的总收益。截至 2003 年 12 月 31 日的 10 年里，短期利率为平均每年 4.1%。如果将选择业绩排名前 1/4 的证券带来的 4.6%的收益与货币市场收益结合在一起，不扣除费用，将产生 8.7%的总收益。

费用给对冲基金投资者们带来了重大负担。1%的管理费和 20%的利润分红加在一起将总收益减掉了 2.5%，投资者只剩下 6.2%的净收益。[①]即使主动管理能够取得巨大的成功（这从业绩排名前 1/4 可以看出），采取多空投资策略的对冲基金投资者所获得的净收益也只比货币市场的利息高出一点点。

如果采取多空投资策略的管理人只表现出平庸的选股能力，那投资结果将是令人失望的。让我们来看一下中等股票经理的投资结果。截至 2003 年 12 月 31 日的 10 年里，奉行主动管理策略、中等水平的国内股票经理创造的总收益每年比市场收益高出 1.2%。将这个收益乘以 2 就得出证券选择带来的收益 2.4%，把该收益加到 4.1%的现金收益上将产生 6.5%的总收益。最后，费用负担将净收益削减至 4.4%，这个结果居然接近于持有现金的收益！

最后，让我们看一下表现欠佳的管理人所处的尴尬境地。截至 2003 年 12 月 31 日的 10 年里，排名 50%~75%的主动管理人在扣除费用之前能创造高于市场的收益。如果主动管理不能带来收益，那奉行多空投资策略的投资者仅能赚得 4.1%的现金收益。费用把总收益减少为 2.5%的净收益，这一收益甚至低于现金收益，投资者遭受了主动管理不善带来的后果。

即使投资者只是获得平均水平或低于平均水平的投资收益，投资

① 8.7%的总收益减去 1.0%的管理费，剩下 7.7%的收益。从剩余的收益中减去 20%的利润分红（0.2×7.7=1.5），最后得出 6.2%的净收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理人总会获得不菲的收入。不管业绩如何，管理人都会收取1%的管理费，就和单纯做多的传统货币管理所得的补偿大致相当。算上资产管理费，业绩排名前1/4的管理人赚到了2.5%的费用，这给仅有个位数的收益率造成沉重负担。中等选股能力的管理人收取的总费用为2.1%。即使当投资者的净收益下降到现金收益水平时，管理人仍可获得十分可观的利润。在最后一种情况下，费用总计为1.6%，使糟糕的业绩更是雪上加霜。

均衡的多空股票管理这个例子有力地证明了主动管理在绝对投资收益中起到了关键作用。实际上，如果没有主动管理带来的较高收益，投资者肯定将会大失所望。采取多空投资策略的股票经理必须不断地创造比业绩排名前1/4的股票更好的收益，才能证明对冲基金投资者们接受他们的费用结构是合理的。不幸的是，识别并雇用高素质投资管理人所需要的资源远远超过了一般个人投资者可以获得的资源。由于过度依赖主动管理，费用也很高，大多数投资者的投资组合都不宜采用这种多空投资策略。

带市场风险的对冲基金

对冲基金如果采取多空投资策略以外的方法，那情况便更加复杂了。为了评价其他类型的对冲基金，我们将其划分为回避市场风险和接受市场风险的两大类。在基金回避市场风险的情况下，投资者理应只能得到货币市场的收益水平。有一种论点支持将类似现金的收益作为回避市场风险的投资者的基石，它的推理方法和分析多空投资策略下管理人的收益一样，那些对冲基金投资战略不让资产经受市场系统风险，纯粹依靠强有力的主动管理所带来的收益来实现超越现金收益的总回报。

大量的对冲基金战略不断地让资产经受各种不同的系统性风险。或许最糟糕的情况莫过于单纯做多的管理人，他们使资产经常遭受市场风险，只是简单地建立一种私人伙伴关系，就称其为对冲基金，还收取20%的利润分红。在这种情况下，管理人得到了市场收益的20%，他们根本没有对市场风险进行控制却收取了如此高的费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理的费用结构奖励了那些通过操纵可控变量创造额外价值的管理人。对于一只全数投资、单纯做多的国内股票型基金，如果相对一个合理的市场基准获得了增值收益，那么它的管理人可以获得这部分收益的20%，这种基准可以是供美国国内大盘股的管理人参考的S&P500指数，也可以是供专门投资外国股票的管理人参考的欧澳远东指数（EAFE）。对于奉行多空投资策略的股票型基金，管理人可以把短期的货币市场利率作为基准，并收取增量收益的20%作为分红。如果相对某个合理基准有增值收益，管理人可以获得该收益的一部分，这项奖励来自于他们创造的额外价值。但不幸的是，几乎所有的对冲基金结构都相同，只要收益为正，管理人就能获得一定的利润，这就表明他们获得收益的门槛为零。由于没有一个对市场敏感的指标作为门槛，即使基金的收益全部源于市场的变动，管理人也能分享利润。这种典型的对冲基金费用结构危害极大，所以，人们不必考虑投资对市场敏感的对冲基金。

评估对市场敏感的对冲基金所创造的收益，面临着难以克服的障碍，即使是最有经验的投资者也感觉困难，因为要把市场力量的有利影响（或不利影响）与证券选择能力（或这种能力的缺乏）带来的影响区分开来是非常困难的，尤其是在管理人不断调整投资头寸时。不管投资者在仔细研究了这种对市场敏感的对冲基金后会有怎样的认识，在这种业内的一般交易结构下，投资管理人都会获得一部分市场变动带来的利润，这部分薪酬其实是不合理的，因为，他们根本就没有对市场变动采取任何控制手段。

利益一致性

对冲基金管理人可以从投资者那里获得利润分红，他们的这项特权威胁了投资者的利益。当对冲基金获利时，管理人分得很大一部分利润；而当对冲基金亏损时，投资者却要独自承担责任。这种不对等的利润分红机制明显有利于基金管理人。

和基金管理人进行大量的共同投资如果不能消除这种奖金特权的不利影响，至少也可以减少这种不利影响。如果对冲基金业绩良

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好，管理人可以在共同投资和利润分红中获得双重奖励。如果基金出现亏损，管理人的共同投资可以为投资者分担一部分痛苦。投资管理人共同出资是很有意义的，这大大减少了管理人和投资者之间的利益不一致。

市场特征

2003年12月31日，对冲基金业估计有6,000家公司，管理着超过8000亿美元的股权资本。另外，很多对冲基金采用杠杆融资，所以它们的实际购买力超过了上述的股权资本。要注意的是，在所有的资产类别中，对冲基金并不代表一种单独的证券类别。对冲基金选用其他类别的证券进行投资，主要是股票和债券。

小结

有些投资者认为如果把基金托付给操作限制少、业绩出色的管理人，不管传统的有价证券是涨是跌，都可以带来很好的投资结果，对冲基金对于这些投资者很有吸引力。的确，大量成熟机构投资者的经历表明，有些对冲基金策略能在低风险的情况下独立创造高额收益，这就为投资者的投资组合增添了一种极有价值的多元化收益渠道。当然，对冲基金的投资者想成功，就要投入大量的资源来识别、聘用和监控高品质的管理人。

投资者要艰难地识别出一组技术真正娴熟的投资管理人，还要克服极其昂贵的费用带来的障碍，除此之外，由于大多数对冲基金的费用结构含有类似期权的薪酬，这就使投资者和管理人的利益出现根本性的不一致。只有在对冲基金管理人也一起投入了大量的个人资产时，投资者才会发现他们的利益与管理人是一致的。

随意选择对冲基金的结果几乎肯定会让人失望。对冲基金投资是属于经验丰富投资者的领域，因为他们会花费大量的资源来对管理人进行评估。虽然对冲基金的前景对很多市场参与者很有吸引力，但如果投资者不能找出真正技高一筹的主动管理人，那么实际情况将很糟糕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果没有优秀的证券选择能力，回避市场风险的投资策略将带来类似货币市场的预期收益。对冲基金的费用很高，使原本就很低、与现金类似的收益被侵蚀到难以忍受的地步，尤其是进行了风险调整以后。对冲基金的投资者发现要创造额外风险调整收益几乎是不可能的。

杠杆收购

进行杠杆收购（亦称负债收购）交易的是一些债务偏高的私人持股公司。高比例的负债相应地会使投资结果出现变化，这种变化既有好的方面，也有坏的方面。进行负债收购时，交易资助者的活动没有增加价值，公司面临的风险增加。

风险的增加一般会让公司付出很高的代价。进行收购的合伙人公司收取大量的管理费用（通常占投入资金的1.5%至2.5%），获得高额的利润分红（通常达20%），并收取名目繁多的交易费用和监管费用。收购基金的一般合伙人建议不要仅仅涉足金融工程，还应该拿出一些创造价值的特殊技能。虽然偏重运营的收购投资合伙人公司有时能克服一般收购基金费用高昂造成的负担，但总体看来，收购投资并不能战胜公开市场上的投资产品。在对并购交易更高的风险、更高的非流动性进行调整后，公开上市交易的股票就占据了更明显的优势。

主动管理和收购基金

在私人股权领域，主动管理与投资成功是相伴相生的。国内股票和固定收益证券等资产类别中包含被动管理的投资产品，投资者可以相信市场。持有一只指数型基金，投资者可以在低成本的情况下获得可靠的市场收益。在低效率的私人股权领域，投资者不能相信市场，因为不存在一个可供投资的指数。即使存在一个杠杆收购指数，基于以往的业绩，与指数类似的投资结果也不能满足投资者对更高风险调整收益的渴望。事实上，只有业绩排名前1/4或前1/10的基金才能带来足够的收益以对私人股权更高的非流动性和更高的风险进行补偿。如果没有真正高超的基金选择能力（或非同寻常的运气），投资者就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该远离私人股权投资。

收购投资业的发展历史就说明了这一点。截至2003年6月30日的20年间，投资咨询公司剑桥协会(Cambridge Associates)对304只收购基金进行了追踪，结果显示，它们的平均收益率为11.5%。在同一时期S&P500的收益率是12.2%。收购投资者经受了更高的风险，交纳了更高的费用，但却得到了更低的收益，这几乎算不上成功的投资。

收购投资合伙人公司的投资者在这20年里获得了糟糕的风险调整收益。由于私人持股公司和上市公司的唯一实质区别在于所有权的性质(私有和公有)和资本结构的特点(杠杆比率很高和杠杆比率较低)，比较收购投资的收益和公开市场的收益只在开始时有用。但是，由于风险更高、杠杆比率更高的收购头寸理应带来更高的收益，所以理性的投资者面对收购投资业与公开市场投资产品的业绩差额就退缩了。经过风险调整后，股票取得了压倒性的胜利。

耶鲁大学投资办公室的一项研究可以帮助我们了解究竟需要多少额外收益才能补偿杠杆收购交易中的风险。这项研究考查了1987年到1998年期间开始和完成的542宗收购交易，结果表明，总收益为每年48%，大大超过了同一时期相同投资额能在S&P500上获得的每年17%的收益率。[①]表面上，收购以巨大的优势战胜了股票。但去除管理费用和一般合伙人的利润分红后，并购投资的收益率据估计只有每年36%，但仍然远远领先于有价证券。

由于收购交易的性质决定了它们的杠杆比率要高于市场平均水平，所以对收购基金和有价证券进行的这个基本比较，并不符合同类比较的标准。进行公平的比较需要考虑对假设中的公开市场投资产品使用杠杆作用(即借债购买)带来的影响。在相同的时间，以相同规模的投资额和相同的杠杆比率投资于S&P500，可以获得每年86%的惊人收益。对风险进行调整后，有价证券的年收益率超过收购投资50%。

近年来，收购公司倾向于使用较低的杠杆比率，所以，如果重复这一操作，并且收购基金能保持它们以往的业绩记录，那么，经调整之

① 这项收购研究所采用的样本含有显著的生存偏差。所使用的数据来自那些希望得到耶鲁大学投资的公司向耶鲁大学投资办公室提交的发行备忘录。毋庸置疑，只有那些有成功业绩记录的公司才会向耶鲁大学提出希望得到资金支持的请求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



后，有价证券和收购投资之间的收益差距就会缩小。尽管如此，要证明这一点，收购投资必须创造出高于股市的大量收益。

收购投资的管理人之所以不能创造风险调整收益，部分原因在于不合理的收费结构。收购投资者一般要向投资公司的合伙人支付20%的利润。由于奖金没有考虑投资者的资本成本，收购合伙人分得了20%的收益，而这些收益是由有利于长线投资者的力量带来的。当然，如果交易使用的杠杆比率高于市场平均水平，投资者的资本成本将和杠杆比率一起增加。金融工程理论是非常有价值的，有价证券的投资者可以很容易地通过保证金账户和期货市场得到它。收购投资的管理人使公司资产负债表上的债务增加，他们本不该得到额外薪酬。通过把全部收益的20%支付给收购合伙人，收购基金的投资者用杠杆收购市场的一大部分收益补偿给收购基金的管理人，而这些管理人并没有对这些收益进行任何管理，他们也不应因这些收益获得任何赞扬。绝大多数收购基金都没有创造足够的附加价值来应付这一非常不合理的收费结构。

这个行业的糟糕收益还有一部分原因在于大基金的动机不一致。并购公司在创立之初的资产规模不算太大，总共有数千万美元或数亿美元。管理费用用于支付经常性支出，奖励费用则是对优良业绩的奖赏。成功的收购基金几乎总是会增加它们的资产规模，例如，基金Ⅰ从2.5亿美元到基金Ⅱ的5亿美元，再到基金Ⅲ的10亿美元，再到基金Ⅳ的20亿美元，而且随着基金名称后面的数字序号的增加，资产规模会变得更大。随着基金规模的扩大，管理费用占总资产的百分比却保持不变，这就使以美元计算的费用收入大大增加。薪酬结构的变化使一般合伙人改变了动机。

对于存在时间较短、资产规模较小的基金，它们的合伙人一心致力于创造投资收益。由于一定水平的费用要用来支付合理的运营费用，那么，强劲的收益就是创造财富的唯一途径。较高的收益不但能带来高额的利润分红，也让一般合伙人能接着募集到更多的资金。

最后，随着基金规模的扩大，费用收入也越来越成为大量利润的集中地。随着费用收入的增加，一般合伙人的行为也变成致力于保护公司的特权，并使源源不断的费用保持类似年金的特点。规模较大的收购基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金使用较低的杠杆比率达成风险较低的交易。规模较大的合伙人公司把更多的时间用于培养与有限责任合伙人的关系和扩大资金(和费用)的来源,只剩下更少的时间用于投资活动,收益必然就会遭受损失。

有一种观念认为规模较大的基金带来了较低的投资收益,以往的收益数据为此提供了有力支持。截至2003年6月30日的20年间,来自剑桥协会的数据显示,资产规模超过10亿美元的收购基金创造了6.0%的年收益率,低于整个并购业11.5%的年收益率和S&P500 12.2%的年收益率。相比之下,资产规模低于10亿美元的基金年收益率则高许多,达到17.8%。

不够细心的评论家可能会就此得出一个很肤浅的结论——收购投资的成功关键在于集中投资规模较小的收购基金。虽然规模较小的基金无疑能让一般投资人和被动提高资金的投资者两者之间的利益更趋于一致,但简单地选择投资小规模基金也许不能带来令人满意的投资结果。

首先,规模较小的收购基金面临更高的风险,在进行风险调整后,它们的超额收益也许就消失了。规模较小的收购基金用于投资规模较小的公司,这必然会带来更高的运营风险。更高的运营风险加上更高的财务风险,就给小公司的收购投资者造成了一个很大的风险调整障碍。在对小公司进行收购投资时,由于风险和非流动性都增加了,投资者必须获得实质性的补偿。

其次,单看以往业绩就支持小规模收购基金的投资者,犯了透过后视镜进行投资的错误。更高一筹的绝对收益(如果未进行风险调整)可以吸引资本的流入。随着市场参与者总结出小规模收购基金的业绩超过了大规模收购基金,市场做出的反应是创建了大量致力于进行中等规模收购交易的合伙人公司。任何可能已存在的超额收益都会因为新资本和新参与者涌入而受到威胁。市场能够消灭高额收益的源头,投资者要警惕这一点。

利益一致性

一些结构性力量使公司管理层和资本提供者的利益趋于一致,收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



购基金的投资者因此而获益。资产负债表上的高负债率迫使公司的管理人对资产进行高效管理，将他们的精力集中于创造现金流以履行债务偿付义务。对股东不利的公司特权虽然具有诱惑力，但比起偿付不了债务带给人的恐慌和对利润分红的不懈追求，就黯然失色了。收购交易能将管理人和投资者的利益统一起来。

但不幸的是，收购合伙人公司的投资者要面临任何一种赞助人要抽取利润分红的体制下的投资者所要面临的一系列问题。利润分红造成一些特权，可能会导致有利于基金管理人而不利于资金提供者的行为。为了抵消利润分红带来的期权性风险，收购合伙人公司进行大量共同投资能使收益和亏损趋于对等，从而使两者的利益保持长期一致。

过高的管理费用是大规模收购基金存在的一个严重问题，它使一般合伙人和有限责任合伙人的利益出现了分歧。交易费用是许多基金在成功完成一项交易时所要收取的费用，这是一种极为恶劣的敛财方法，基金管理人肥了自己的腰包，却牺牲了那些为他们提供资本的合伙人的利益。谨慎的投资者不理解收取交易费用的依据。如果管理费用使用于支付公司合理的经常性支出，利润分红是一种具有吸引力的激励薪酬，那么交易费用的作用是什么呢？事实上，收购基金，尤其是可以产生数亿美元费用的大基金，非常不幸地成为基金管理人与投资者存在利益分歧的例证。

市场特征

截至 2003 年 12 月 31 日，美国的杠杆收购业一共管理着大约 2300 亿美元的资本，其中大约 60%投资于各种公司，剩下的部分来自于投资者但却未使用。到 2003 年底美国共有 400 多家收购合伙人公司。

小结

对于不够细心的投资者来说，收购基金不是一种好的投资选择。收购基金的潜在投资公司与公开市场上的对手只是在资产负债表的风险和流动性的程度上有所不同。收购交易的高负债和低流动性要求

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更高的补偿,即为投资者创造更高的收益。但对私人股权投资者不幸的是,收购基金在近几十年来的收益要低于有价证券头寸,即使在未经风险调整前也是如此。

费用为收购投资者设置了一个难以逾越的障碍。除了每年要交纳大量的管理费用之外,收购基金还得到一大部分交易利润(通常是全部利润的 1/5)。除了管理费用和奖金之外,收购投资的管理人一般还要收取交易费用。丰富的薪酬保证了收购投资的管理人能享用到一场盛宴,而收购投资者顶多只能盼望得到一份丰盛的残羹冷炙。

和面对其他依赖主动管理的投资产品时一样,理性的投资者以高度怀疑的态度看待收购合伙人公司。除非投资者掌握了必要的资源,识别出业绩排名前 1/4 甚至前 1/10 的管理人,否则投资收益几乎肯定不能补偿他们所经受的高风险。

风险资本

风险资本合伙人公司为新兴企业的运作提供了融资技能和创业技能,并致力于将这些小公司发展成为能够盈利的大公司。为风险资本合伙人公司提供资金的人是在很多吸引之下做出决定的,包括为资本主义的一个重要推动因素提供支持,体会风险资本业耀眼的名誉,并获得一部分公司投资活动所得到的利润。

风险投资的一部分吸引力在于各项投资具有类似期权的特点。对投资者不利的亏损不能超过投入的资金额,对投资者有利的收益则可以是本金的许多倍。有限的亏损和大量的收益带来的结果是有利于投资者的,并呈现右偏态分布。

对投资者不幸的是,风险资本的承诺胜过了实际情况。在相当长的一段时间内,风险资本的总收益或多或少只能与股票的收益相当,这就表明资本提供者并没有因创业投资内在的大量风险获得补偿。

除了历史经验所显示的糟糕情况之外,风险资本合伙人公司中除了资历最老的投资者外,都要面临反向选择的问题。质量最高的顶级风险投资公司一般都拒绝接受新的投资者,并对现有投资者的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资能力进行了限制。愿意并且能够接受新资金来源的风险投资公司可能是缺乏吸引力的次等投资机会。

在 20 世纪 90 年代末发生技术泡沫之前，风险资本合伙人公司的投资者所获得的收益还不足以对风险进行补偿。有几年是令人非常愉快的，因为互联网热潮使风险投资者赚得盆满钵满。但是，技术泡沫导致人们对私人技术投资热情高涨，这给风险投资者带来了一个意想不到的问题。无差别的需求使得风险投资基金的管理人增加了管理费用，并获得更大份额的利润。技术资产的估值在这场泡沫之后暴跌，风险资本合伙人公司仍然使用那些新制定的、对投资者不利的条款，这为合伙人投资取得成功制造了一个更高的障碍。

虽然投资于风险资本合伙人公司预示着支持新兴企业的实质和诱惑力，向风险投资业注入资本的投资者所获得的收益还不足以对极高的风险进行补偿。只有当投资者的投资业绩排名前 1/4 甚至前 1/10 时，他们的收益才足以补偿风险。

风险资本的独特吸引力

1995 年 9 月，在法国出生的伊朗裔移民皮埃尔·奥米迪亚(Pierre Omidyar)创建了一个拍卖网站，理由是为了帮他的女朋友出售她收集的 Pez 糖果盒。虽然这个公司在 1996 年底时业务得到很大扩展，并获得了可观的利润，但它的创始人还是决定寻求外界帮助。在这家现在名为 eBay 的公司创立两年后，奥米迪亚邀请风险投资公司万宝环球资本(Bench mark Capital)投资他的公司并加入董事会。这个当时刚成立不久、位于硅谷的风险投资公司向奥米迪亚的 eBay 公司投资 670 万美元，对该公司的估值为 2000 万美元。

继万宝环球注入资金之后，eBay 聘用了以令人钦佩的梅格·惠特曼(Meg Whitman)为首的新管理团队，该公司的规模持续扩大。事实很快就证明该公司已经到了黄金时期，1998 年 9 月 eBay 首次公开发行股票，使该公司的估值上涨到 7 亿美元。该公司股票的发行价稍纵即逝，因为投资者利益推动第一天的股价从每股 18 美元的发行水平涨到了每股 47 美元，这是“股市历史上排第五位的发行当日收益”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1998年9月23日股市收盘时，市场对eBay的估值超过20亿美元。万宝环球的投资从670万美元猛增到4亿多美元，在一年多一点的时间里增长为原来的六倍，令人咂舌。

eBay的迅速发展才刚刚开始。1999年4月，随着股价涨到175美元每股，该公司的市场价值超过210亿美元。注意到自己被该公司的一部分非凡收益套牢了，万宝环球将它所持有的头寸分配给该公司的其他有限责任合伙人。万宝最开始投入的670万美元增值到67亿美元，1000倍的投资乘数使eBay有理由被称为"硅谷历史上业绩最好的风险投资项目"。

eBay并非昙花一现，而是日臻成熟，成为网络公司中的佼佼者。2002年6月22日，eBay的市值达到157亿元，并在S&P500中占据了一席之地，名列第104位。排在它后面的是令人仰慕的BB&T公司，这是一家总部位于北卡罗来纳的金融服务公司，其历史可以追溯到内战时期。在2003年12月的最后一个交易日，eBay的估值达到有史以来的最高点410亿美元，这是万宝环球进行原始投资时对该公司所做估值的2000多倍。

每个人都获利颇丰。eBay的创始人皮埃尔·奥米迪亚，创造了超乎想象的财富。梅格·惠特曼，与其他的管理层成员和公司员工一样，都领到了高额的薪酬。风险资本家和他们的资金支持者也获得了惊人的投资收益，连公众股东都得到了相当可观的持有期收益。风险资本支配了这一切。

虽然eBay相比风险资本领域的其他成功案例更为耀眼，但思科(Cisco)、基因工程技术公司(Genentech)、亚马逊网站(Amazon.com)、星巴克(Starbucks)和因特尔(Intel)等公司也为企业家和投资者创造了大量收益。即使是像@home和Excite.com这种最后以倒闭告终的新兴企业，它们的公司估值也曾飙升到数十亿美元，在跌回原点之前也为投资者带来了获利机会。

风险资本业绩的残酷现实

对投资者不幸的是，在风险资本支持下取得成功的公司备受瞩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目，但它们所创造的利润并不足以为整个行业带来可观的收益。在长时期内，风险投资者获得的收益不超过市场平均水平，但却要经受明显更高的风险。风险资本没有兑现它的承诺。

风险资本给投资者带来的收益是令人失望的，即使是以一次规模最大的投机热潮到达最高点时的收益进行衡量。风险经济(Venture Economics)公司发布了具有权威性的《2001 年投资基准报告》，它指出一个由近 950 只风险资本基金构成的样本在截至 2000 年 12 月 31 日的 20 年间，创造了 19.6%的收益率。从绝对收益上来看，20 年间的年收益率接近 20%似乎确实很可观。

但是，如果投资者没有进行风险资本投资，而是在相同时机将相同数额的钱投资 S&P500，情况将是怎么样呢？有价证券的年收益率为 20.2%，超过了风险资本的综合收益。如果单纯投资老牌的普通大盘股，投资者可以在更低的风险水平下获得更高收益。

风险投资业的辩护者也许希望在一个更短的时间框架内进行考查，这就可以使技术泡沫的集中作用能对投资结果产生更大的影响。对于风险经济公司选用的样本，10 年间的年收益率为 29.4%，而相比之下普通股在这 10 年离得年收益率则为 23.0%，也许这 6.4%的增值收益足可以补偿投资新兴企业所经受的特殊风险。即便如此，这部分增值收益的产生也完全是由于技术泡沫。

再看一下 1996 年技术泡沫出现之前 10 年的投资结果。风险经济公司选用的样本由近 600 只基金构成，经追踪发现它们的年收益率为 15.2%，而股票市场的年收益率则为 14.9%。截至 1996 年 12 月 31 日的 10 年时间比截至 2000 年 12 月 31 日的 10 年时间更能合理地评价风险资本。20 世纪 90 年代末出现的过度投机影响了很多投资领域，其中遭受不利影响最严重的是风险资本。如果风险资本的总收益稍微超过了公开市场的收益，那么经风险调整后，风险投资者就会面临惨败了。

凭直觉我们可以总结出投资于私人持股的新兴公司实际上要比投资于上市交易的大市值公司面临更高的风险，除此之外，要对它们的风险差异做出更严格的界定是很困难的。无需多说，风险投资者必须实现排名前 1/4 或 1/10 的业绩才能说他们实现了更高一筹的风险调整收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特许公司

在风险资本合伙人公司的层级结构中，位于顶部的是数量较少、地位却很特殊的风险投资公司。这 8 到 10 个公司相比其他地位较低的公司具有很大优势。顶级的风险资本家可以从独特的交易流、更强势的谈判地位和优先进入资本市场这几个方面获得益处。简单地说，风险资本投资过程的参与者，从企业家到投资银行家，都喜欢与这少数几家“特许公司”做交易。

在风险资本领域，识别基金来源是很重要的，其他任何资本市场都不能与之相比。拿债券市场来说，政府债务和公司债务会关心债券持有人的身份吗？再看股票市场，上市公司的管理层会在意股东的身份吗？虽然在一些特殊情况下，比如在公司管理出现争议性的变动时，债券发行者可能会关心债券持有人的身份，一般而言，债券发行人很少会在意债券持有人的名字、地位和序列号等。最后，再看一下房地产资产市场，写字楼里的经理、油井的操作人员或者林地的看管人会关心它们的所有者是谁吗？大体上，购买投资产品的资金来源对负责管理资产的个人来说意义不大或者根本就没什么意义。

相比之下，对于那些风险资本所支持的公司，它们的经理却是非常关心资金的来源。在想要寻求创业资助的企业家中，大多数都会选择那些有强大特许权的风险投资公司，他们认为来自顶级公司的资金可以增加最终的胜算。特许风险投资公司的一般合伙人构成了一个真正与众不同的群体，他们体现出了非凡的判断力和无与伦比的创业能力。特许风险投资公司的资本家具有高超的智慧、良好的社会关系和难得的投资远见，这些都使新兴公司受益匪浅。心思缜密的企业家通常都会自愿而且有意识地接受他们特选的风险资本家所提出的贴现估值以与之达成交易。风险资本精英的名声创造了一个投资成功带动投资成功的良性循环。

近期步入风险投资领域的投资者，和普通投资组合的长线投资者一样，面临着一个风险投资业所特有的挑战。所有的顶级风险资本合伙人公司都会限制资产管理规模，而且它们最近都已不再接受新的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资者。结果，局外人仍然是局外人，希望改善投资组合的新进入者和新投资者面对的选择被大大地限制了。

风险资本市场的新参与者必须考虑风险投资公司的收益前景，这些公司可供他们进行新的货币投资。很明显，由于去掉了大量的存在时间较长、规模较大、业绩较高的基金，整个行业的收益下降。由于绝大多数投资者的机会中排除了顶级风险投资公司，他们的预期收益需要进行相应的向下调整。在这个曾经创造了类似股票收益的行业中，即使进行了适度的向下调整，也仍然存在麻烦。不能接近风险投资的精英，使潜在风险投资者的最后愿望也破灭了。

利益一致性

风险投资基金与收购基金以及对冲基金有同样的奖金制度，可以为一般合伙人带来类似期权的薪酬。共同投资额高的一般合伙人肯定可以与投资者的利益一致，从而使一般合伙人以相同的态度对待收益和亏损，这是很有利的。不幸的是，在更为广泛的风险投资领域内，一般合伙人进行大量共同投资只是一种特例，而非规则。但有趣的是，相当多的风险投资精英都和他们的有限责任合伙人一起投入了大量的个人资产。

投资上的成功使资金赞助者改变了那些有利于一般合伙人的交易条款。20 世纪 90 年代末的技术泡沫就正好提供了一个例证。在大量投资者需求的鼓动下，风险投资公司在泡沫时期募集到的资金规模是 10 年前的 10 倍，从 1990 年时的 1 亿美元至 1.5 亿美元变为 2000 年时的 10 亿美元至 15 亿美元。在资金规模扩大的同时，它们的费用收入也增加了，专业员工的规模却没怎么增长。资产带来的收入猛增，使得费用从一种支付经常性支出的手段变为一条创造收入的途径。

让有限责任合伙人更郁闷的是，风险资本合伙人公司利用投资者对所有与技术相关的东西兴趣大增而抽取了更大份额的利润。在技术热潮出现之前，风险投资公司的运作体系非常明确，大多数公司可以分得 20%的利润，少数明显技高一筹的公司可以分得 25%的利润，该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业的老大 KPCB 风险投资公司(Kleiner Perkins Caufield&Byers)则可以分得 30%的利润。精英公司由于创造的利润更多、分红的比例更大而获得了双重薪酬。

在互联网泡沫期间，贪欲占据了上风。对风险投资的需求似乎源源不断，这使得普通公司的利润分红从 20%涨到 25%，更加优秀的公司将利润分红从 25%提升到 30%。KPCB 公司则做出了一个特别无私而慷慨的举动，它原本可以将利润分红提升到 40%甚至 50%，但却维持了原来 30%的水平。尽管 KPCB 公司的一般合伙人敏锐地意识到了他们的市场势力，但却毅然决定将该公司的利润分红保留在 30%，以使那些机构代表团获益，组成这一代表团的投资者都曾为该公司捐赠或投入过资产。

风险资本家有机会修改那些有利于一般合伙人的交易条款，但他们的反应却非常镇定，尽管该行业创造的附加值只是普通水平。在后泡沫时期，大量的公司将资金规模消减到更加合理的水平，这降低了费用过高带来的负面影响，但利润分红下降的情况却也出现了。尽管在技术热潮过后风险投资的业绩不佳，利润分红的棘轮似乎只在一个方向起作用。

市场特征

截至 2003 年 12 月 31 日，美国的风险投资业管理着大约 1350 亿美元的资本，其中大约 50%投资于各种公司，剩余部分来自于投资者但却未使用。到 2003 年底，美国共有 1,300 多家风险资本合伙人公司。

小结

风险资本投资吸引了很多类型的市场参与者，一些美好的前景激励着他们，比如这可以让他们成为资本主义的一个重要推动者，领略到备受瞩目的创业成功带来的魅力，还可以获得超大的投资收益。正如 eBay 那个案例所显示的，风险投资有时候确实能够带来惊人的收益。

但不幸的是，eBay 所取得的成就以及股票市场的成功和风险投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资的一般常态结果相差甚远。总体看来，风险投资者与股票投资者的收益大体相当。经过风险调整后，绝大多数的风险资本都不能带来令人满意的风险调整收益。

进入这一领域的新投资者面临一个特别的障碍，它与投资其他资产类别时所遇到的困难大不相同。顶级风险投资公司，尤其是那些不再接受新资金的公司，可以优先进行交易，优先选择企业家，还能优先进入资本市场。只有资历最老、最成功的有限责任合伙人才能接近这些风险资本业的精英，其他的合伙人都不具备这个优势。

为风险资本业提供资金的投资者所实现的风险调整收益都不高。理性的个人投资者为获得更高业绩会另辟蹊径。

本章小结

非核心资产类别为投资者提供了大量的投资选择，它们虽然表面上很吸引人，但最终的业绩都很糟糕。很多固定收益市场缺乏美国政府的无违约风险和完全信用担保义务所起到的那种分散投资的作用。信用风险、回购条款、非流动性和汇率风险等多种因素使投资级公司债券、高收益债券、外国债券和资产担保证券的吸引力下降。其他的投资选择主要靠主动管理创造收益。事实证明，在管理对冲基金、杠杆收购合伙人公司和风险资本投资的个人中，只有那些才能极高（或运气非同寻常）的才会取得成功。要识别和聘用优秀的主动管理人非常困难，所以谨慎的投资者不会选择那些主要依靠打败市场的策略来创造收益的资产级别。

非核心资产级别在投资领域中占据了很大一部分。经纪人极力推销的那些固定收益基金产生的费用要比普通的政府债券高。投资市场的发言人喋喋不休地宣扬各种资产类别的魅力。华尔街推销的投资工具会让投资者进入效率不高的市场。投资者需要非凡的自信才能做到不理会那些被大肆炒作的非核心投资产品，而是选择那些宣传不多却效率很高的核心投资产品。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分
择时交易

part two：Market Timing

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导　读

择时交易是对表达明确的长期资产配置目标下一个短期赌注。择时交易者希望减持未来表现不佳的资产类别，并增持未来表现强劲的资产类别，通过改变策略来提高投资组合的收益。

主动的择时交易者通常会失败。择时交易要求持有相对较少、一般没有达到多元化的头寸。择时交易的决策涉及资产类别估值的众多问题，这就迫使短期资产配置者要了解范围无比广泛的一系列因素。即使择时交易者能够恰当地赎回从而反败为胜，众所周知，反复无常的市场在短期内可能也无法解决估值不同的问题。谨慎的投资者会避免走入择时交易的陷阱。

尽管有关择时交易活动的证据匮乏，一般都在特定投资环境下进行操作的机构投资者似乎认为择时交易的作用是微不足道的。而在不特定环境下进行操作的个人投资者经常连资产配置的目标都不能明确。如果目标不明确，那么择时交易的概念也是模糊的。

有些证据表明个人投资者接受了一种被动式的择时交易，它使资产配置随市场涨落而变动。更令人忧虑的是，相当多的个人投资者追逐业绩却适得其反，导致他们追涨杀跌。买进昨天的胜者而卖出昨天的败者，这就不可避免地要损害明天的业绩。

要切实执行一个合理的投资方案，第一步应该是避免在牛市时买进，放弃在熊市时卖出。第 4 章《追逐业绩》描述了一些鼓励投资者在共识的导向下采取行动但最终适得其反的环境因素。极为理智的投资者会在共识的指导下采取进一步的行动，通过买进已经过时的并卖出正在流行的的头寸，将投资组合的长期目标进行再平衡。第 5 章《再平衡》阐明了忠实于政策性资产配置目标的理由，但它提供的证据表明，似乎只有极少的投资者采取了再平衡的行动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 Chasing Performance
第4章 追逐业绩

在挑选出类拔萃的主动管理人时，最为老练的市场参与者制订投资决策的基础都是那些市场的基本要素，比如管理层的质量与诚信、公司所信奉的投资哲学以及公司负责人在制订决策时所表现出来的认真细致和严格态度。但是，即使是见多识广的投资者，他们也会经常寻求持有超越市场平均表现的基金所带来的愉快感。在满足了选择管理人的这些理性标准以后，大多数的投资者都过于重视其近几年来的业绩表现是否强劲。

经验稍逊一等的投资者不会考虑投资组合的内在特点和投资管理的方式，因为这种考虑必然是复杂又费时的，他们只关注以往的业绩。如果投资者追逐的是那些仅仅被强劲业绩伪装起来的基金，却回避那些管理良好但多年来业绩不佳的基金，那么他们在未来就会失望。

如果支配某一种投资环境的管理人的能力不足以应对影响市场效率的强大力量，那么随机因素在区分胜者和败者方面就会发挥重大作用。如果暂时忽略主动管理的高昂成本，等这场争夺结束以后，在他们管理下的资产应该有一半可以超过市场的平均收益，而另一半则低于市场的平均收益。因为特定管理人对特定股票所下的赌注正好抵消了其他主动管理人对这些股票所下的赌注，最后的结果不是赢就是输。事实上，赢家胜出的资产数量正好等于输家失去的资产数量。投资者的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本任务变为区别运气好的共同基金管理人和技术强的管理人。

由于有利的投资结果通常依赖于强劲的顺风，而不利的投资结果则是源于猛烈的逆风，同时期的投资气候往往超过管理者的才能，成为决定投资结果的因素。通过考查以往业绩来预测未来，投资者就会追随市场热门领域里技术不佳的管理人，而忽视冷门领域里技术过硬的管理人。经验丰富的投资者会找到一个真正有才能的管理人，并在他管理的投资组合遭受由市场导致的短暂挫折时为其提供资金，这就提高了他在长期内成功的可能性。反过来，投资失败则成为共同基金投资者再平常不过的经历，因为他们追求热门的幸运管理人所带来的收益，并在市场到达顶峰时进行投资，这样便会蒙受很差的相对业绩（可能还有绝对业绩）。

趋均数回归是金融界最有影响力的因素之一，它说明了市场转向的趋势。热门的股票和基金引起了投资群体的兴趣。投资者、基金经理、研究分析员、投资银行家、财经记者和电视界权威人士都要在这些一时大受欢迎的投资产品上花费时间、精力和注意力。利润和名声来源于市场趋势所驱动的巨大成功。价格上涨会吸引更多的钱，这又会造成价格进一步上涨。

这种自我加强的过程使得短期投机者能够因追随潮流而短暂获利。追随潮流的人，即市场趋势的参与者，忽视基本要素而单纯关注证券的升值。当投机性的货币流进入市场时，价格的回应便是上涨，这随之会引发另一轮资金流的注入。投机者轻而易举地获得收益。

越来越多的钱涌入迅速增值的部门，随之而来的价格上涨为这股潮流将以失败告终留下了隐患。价格过高的证券供应量会扩大，追随潮流的投机者提供的资金也会被消耗殆尽，这两者便为投机泡沫写好了墓志铭。在很大程度上，这与证券供应量的增加有关。公司对股票价格过度上涨采取的行动往往会限制投资者从股价上涨中所获得的非凡收益。当股票的交易价超过公司资产的公平价值时，公司的财务主管就会通过发行股票来提高公司的财物价值。由于疯狂的投机会以超出理性水平的价格购买股票，明智的公司财务主管便会发行新股。从市场的角度来看，公司发售股票带来的证券供应量增加，满足了市场需求，但也可能会引发股价的进一步上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于行情看涨的股票价格会使公司的市场价值超过资产的重置成本，投资银行家鼓励同一行业内的新公司上市发行股份。看到股市赋予公司资产的价值高于重置这些资产的成本，企业家们便很乐意与华尔街合作创建新的公司。与热门股票极为接近的替代品的出现再一次转移了那些原本用于购买热门股票的资金，这便减弱了人们对整个行业的未来收益预期。

追随潮流的问题在于，只有在它能起作用的时候它才会发挥作用。当不可阻挡的市场力量最终逆转了这个潮流时，投机者们便争相退出，除了最机敏的人士，他们的投资结果都是令人失望的。跟随趋势的投资者没有进行可靠的基本面分析就进入市场，这些追随潮流的人手中没有任何信息辨别出价格从下跌转为上涨这个极为重要的拐点。

互联网泡沫中的共同基金流

追逐业绩的投资者在开始时的收益和随后的损失，就像一场过山车之旅，互联网泡沫正是这样一个例子。回想起来，围绕互联网公司的股市活动很少（如果有的话）是由对经济前景的基本评价所导致的。事实上，它是与价格趋势息息相关的，而主导价格趋势的是那些缺乏经验的市场参与者和愤世嫉俗的华尔街银行家。

网景（Netscape）公司首次公开发行股票（IPO）标志着互联网热潮的开始。在这家公司临近上市时，华尔街对股价和发行份额的谈判在稳步进行。1995 年 8 月 8 日，这家公司首次发行 500 万股，幸运的投资者以每股 28 美元的 IPO 价格成功认购，这个价格几乎是认购人原始预测价格上限的两倍。Netscape 的股票以 71 美元开盘，以 58.25 美元收盘。华尔街的公司从中收取了可观的费用，公开市场对内部人持有股份的估值高达几亿美元，投资者也轻而易举地赚到了钱，由此泡沫开始了。

到 1997 年初，科技股票启发了众多市场参与者的想象力，也吸引了媒体的注意力和投资者的资金。考查一下泡沫时期被认为业绩最好的基金，可以帮助我们理解投资者的行为。资金在价格疯狂上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时期流向业绩好的热门基金，对其收益进行评估而算得的净收益和净亏损可以让我们了解追逐业绩所带来的鲜为人知的后果。非常不幸，最后的结局是估值泡沫突然破裂，很多冷门基金也遭遇撤资，这就说明，跟随潮流对财富有毁灭性的影响。

根据共同基金资产水平的年度资料和其业绩的季度数据，从 1999 年 12 月 31 日的前 3 年和后 3 年，我们可以看出技术股票呈对称性的涨跌趋势。在 1999 年 12 月 31 日之前的 3 年，市场中的赢家创造了绝对耀眼的记录。高居榜首的是年均收益率达 119.4%的 Kinetics 互联网基金，还包括名不见经传的 MunderNetNet 基金和万维网基金，以及著名的摩根士丹利机构技术基金和瑞士信贷全球技术基金。如表 4.1 所示，前 10 名基金的升值令人吃惊。即使是位居第 10 位的共同基金巨头富达精选技术基金，在这 3 年内的年收益率也达到 64.6%，成为投

表 4.1 业绩最好的 10 只共同基金让投资者坐上过山车

基金	年收益(%)			收益乘数		
	1997–1999 年	2000 –2002 年	1997–2002 年	1997 –1999 年	2000 –2002 年	1997–2002 年
Kinetics 互联网	119.4	−30.5	23.5	10.56	0.34	3.55
Munder NetNet	92.3	−49.1	−1.1	7.11	0.13	0.94
PimcoRCM 技术	79.6	−32.3	10.3	5.79	0.31	1.80
瑞士信贷全球技术	78.3	−35.4	7.3	5.67	0.27	1.53
摩根士丹利技术	76.6	−40.5	2.5	5.50	0.21	1.16
Amerindo 技术	74.1	−50.7	−7.4	5.28	0.12	0.63
Pimco PEA 创新	66.5	−43.2	−2.8	4.61	0.18	0.85
万维网	66.1	−52.8	−2.8	4.58	0.11	0.48
PBHG 技术与通信	64.8	− 50.4	−11.4	4.48	0.12	0.55
富达精选技	64.6	−34.1	4.2	4.46	0.29	1.28
算术平均	78.2	−41.9	1.5	5.80	0.21	1.27

注释：年度收益的算术和收益乘数的算术平均数并不一致。例如，1997 年到 2002 年这个时间段内平均每年 1.5%的收益明显是与这 6 年 1.25 倍的收益乘数是不对应的。相比之下，各只基金以百分比计算的收益和收益乘数则是一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者原始股本的足足 4.5 倍。

技术基金集团在 1997 年时开局一般，业绩算是一般水平，正好处于 1997 年晨星数据库中近 9000 只基金的中游。1998 年和 1999 年，这些基金中的领导者在业绩水平上开始加速提升，并在业绩表上占据了支配地位，1998 年的平均排名是全体基金的前 2%，1999 年的平均排名是全体基金的前 1%。当然，基于它们在业绩表的领先地位，这个基金组合在这整整 3 年中的百分位排名也是前 1%。

3 年以后形势发生了巨大变化。所有在 1999 年胜出的基金在业绩领域跌至排名最后的 1/4。因为，原本在科技股背后的气流已经转而变成迎面吹来的大风。在 2000 年，那些先前的热门基金的百分位排名已跌至第 96 位，这确实令人感到寒心。接下来的一年并没有给投资者喘息的机会，它们的平均百分位排名跌至第 94 位。另外，最后到 2002 年底，它们的平均百分位排名跌至第 95 位。在 3 年的幸福过后随之而来的是 3 年的灾难。

那些在 1997 年初挑选了一只技术基金的投资者是足够幸运的，他们起初所获得的收益简直可以说是激动人心。截至 1999 年 12 月 31 日的 3 年间，十大技术基金的平均收益乘数足足是原始投资额的 5.8 倍，复合年收益率超过 78%。

接下来的 3 年反映的则是不幸的经历，那些持有业绩曾经领先的技术基金的投资者在 2002 年 12 月 31 日前的 3 年间损失了原始股本的 79%，实现了-42%的年均收益率。从 1997 年 1 月 1 日到 2002 年 12 月 31 日的整整 6 年里，复合年收益率仅为 1.5%。

如果最后的结局是投资者冒了极大的风险之后得到的是几乎看不到的个位数年均收益率，那么评论家们的结论可能就是："没有危险，没有犯规"，但看一下这一时期投资者的涌入和涌出就会发现情况并不是这样的。

让我们看一下业绩领先的 Kinetics 互联网基金的现金流。在 1997 年初，这只基金资产管理规模大约是 100,000 美元。这一年 13%的收益率不算高，也就没有吸引到什么资产。1998 年的收益极为丰厚，达到 196%，原因之一就是互联网热潮的开始吸引了投资者的资金注入，其资产规模猛增到 2200 万美元。投资者对技术股的热情高涨，再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加上 1999 年 216%这样了不起的收益率，这些都刺激了巨额资金流向 Kinetics 互联网基金，到 1999 年 12 月 31 日，在其管理下的资产达到 12 亿美元，是前一年的 50 倍还多。追逐业绩的行为使最大数量的资产遭受最高水平的风险。

事实证明，其他基金的发展过程与这只基金极为相似。投资者在不透明水晶球的引导下进行操作，那些日后业绩领先的技术基金在 1997 年初的总资产只有 13 亿美元。即使技术热已经开始吸引市场参与者的注意力，在 1999 年末，前 10 名技术基金的总资产也只是略微增长到 15 亿美元。这些基金 1998 年的平均收益率高达 81%，这使得它们的总资产在这一年迅速增长至 25 亿美元。直到这股热潮快结束时，投资者的行为才显现出巨大的变化。在这一泡沫结束之前，1999 年 182%的收益率吸引了投资者向其疯狂注入资金，1999 年底，前 10 名技术基金的总资产达到惊人的 206 亿美元。

在资金积累的前几年，资产管理规模增加最主要的原因就在于投资业绩。如表 4.2 所示，1997 年资产管理规模增加了 1 亿 1140 万，其中 84%来源于投资收益。1998 年增加了 11 亿美元，其中 89%来自投资收益。只有在 1999 年，投资者的资金注入才开始对资产的增加产生重要影响，占到了总体增加额的 43%，在投资大众热情的刺激下，资产额增加为原来的 8 倍还多。

表 4.2 投资者在互联网泡沫中追逐业绩前 10 名技术基金的现金流和投资业绩（百万美元）

公历年份	平均收益（百分比）	期初资产（A）	投资者注入资金（B）	投资业绩（C）	期末资产（A+B+C）
1997	14.4	1,343	18	96	1,457
1998	81.0	1,457	116	954	2,527
1999	182.3	2,527	7,740	10,284	20,552
2000	−40.8	20,552	6,263	−11,497	15,318
2001	−40.6	15,318	−1,134	−6,378	7805
2002	−42.0	7805	−669	−3,330	3807
平均		1343	12,334	−9,870	3807

注释：这些数据来源于业绩处于前 10 名的技术类共同基金，这些基金的确定是对 1999 年 12 月 31 日之前 3 年的业绩进行追踪而来的。附录 1 描述了投资者资金注入和投资业绩的计算方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来的 3 年却使那些后来加入的投资者们落泪了。2000 年 3 月这一市场到达顶峰，自此，技术类投资者的灾难开始了。投资业绩突然变为负数，平均收益率为-41%，据估计，这使投资者的资金蒸发了 115 亿美元，比前 3 年的所有收益还要多。引人注目的是那些习惯了买跌的投资者继续向这些技术基金注入现金，尽管市场暴跌，又有 63 亿美元流入。

2001 年，情况发生了变化。投资者厌倦了似乎不会停止的股价下跌，开始从基金撤资。资产管理规模下降了 75 亿美元，其中 64 亿美元是由于糟糕的业绩而导致的，投资者撤出的资金达到 11 亿美元，也就是减少了 15%。

这场灾难的最后落幕是在 2002 年，投资者在基金上撤出 6 亿 6900 万美元，投资业绩不佳又导致另外 33 亿美元蒸发。前 10 名技术基金的资产管理规模只剩下 38 亿美元，这还不足 2000 年春季时最大规模 266 亿美元的 15%。

投资者的资金流入业绩领先的技术基金，后来又从中撤出，这就像是到达得晚又离开得晚，都非常不合时宜。投资者在 1997 年 1 月 1 日投入的起始资金是 13 亿美元，在接下来的 6 年中向这些基金的总净投资达到 123 亿美元，他们的总投资达到 137 亿美元。投资净损失消耗掉了投资者资产中的 99 亿美元，这是投资者投入资金的 72%还多。前 10 名技术基金的投资者在财富上遭受了大规模的破坏。

由热门变为冷门的技术基金带给投资者的痛苦超过了极为糟糕的投资业绩。基金经理将投资组合做了巨大调整，从而实现了巨额的资本收益。总的来看，前 10 名技术基金在这 6 年中所分配到的总收益达 33 亿美元，投资者也交纳了巨额税款。除了投资损失所带来的不光彩，很多投资者还要向美国政府支付税款，因而遭受的损失更多。

收益分配的下降主要是在 1999 年和 2000 年，即技术股票到达牛市顶峰时。资本收益在 2001 年蒸发多半，并在 2002 年全部消失也就不足为奇了。但是，尽管技术基金投资组合在这场泡沫破裂之后遭受巨大贬值，没有一只基金宣布对资本损失进行分配。共同基金税法存在的不对等性对基金投资者是不利的。共同基金投资组合经理所实现的收益必须分配给股东，这就可能会给他们造成税收负担。相比之下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金经理造成的损失则可能只用于抵消当前或未来的收益，而不能分配给股东。对收益和损失的不对等税收待遇伤害了投资者，因为这会迫使他们立即认可资本收益而推迟或排除利用资本损失的机会。

投资者如果看一下业绩领先的技术基金所公布的收益，就会发现它们在1997年至2002年6年间的年平均收益率为1.5%。从表面上看，这些与时间相关的结果掩盖了投资者的严重损失。由于追逐业绩的投资者高买低卖，据估计，他们投入的资产在这场泡沫破裂之后有72%消失无踪。过于主动的基金经理又使投资者资产的另外24%可能要面临税收负担。事实证明，互联网泡沫对投资者损害巨大。

想必是业绩最好的基金吸引了最热的钱，又导致了最大的损失。对于十大技术基金（相对于业绩最好的10只），情况是不是有所不同呢？在1997年初，那些注定要产生最好业绩的基金没有一只出现在按规模计算的十大基金的名单上。规模最大的技术基金旗下管理的资产在这段时间的初期为159亿美元，在3年的牛市中平均每年的收益率为47%。现在我们都熟悉的情况是，这些基金在接下来的3年熊市中的年收益率是-33%。在这6年期间，其业绩是平均每年收益0.1%。

对现金流的分析又会令人感到无比沮丧。在投资者投入的293亿美元资本中，累计损失了114亿美元，占到了39%。虽然十大技术基金由于投资业绩不佳而遭受的贬值并没有像业绩最火的10只基金那么多，但由于这些基金规模更大，投资者要交纳的税也就更多。在这6年间，资本收益的分配整整占到了投资者所投资金的73%。

十大基金比业绩最好的10只基金更早开始了疯狂的牛市阶段。由于已经在一个股票看涨的投资环境下操作了很多年，这些大规模的技术基金可能隐含很大的纳税义务。在1997年初，这十大基金的未实现收益为32亿美元，占其管理资产的20%还多。购买这十大技术基金的投资者也买进了课税待遇，这明显会影响未来财富创造的前景。

对于业绩最好的10只技术基金而言，情况只是在程度上有所不同而已。尽管这些业绩好的基金中包括3只没有隐含收益的基金，但由于它们是在1996年底开始操作的，未分配的总利润仍然达1亿9000万美元，占资产的14%还多。

几乎所有在20世纪90年代末购买了技术类共同基金的投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都承担了隐含纳税义务，这将给他们带来痛苦。基金经理接着又在共同基金业所特有的疯狂交易中实现了隐含利润和其他随之而来的收益。即使大基金投资者所经历的投资损失在程度上比不上热钱投资者所经受的痛苦，但大基金投资者的税收负担更重，这就使两者的痛苦水平基本相当。

表 4.3　技术基金损害了投资者的财富1997 年-2002 年

	投资者投入资金（百万美元）	投资损失（百万美元）	损失所占百分比	收益分配（百万美元）	分配所占百分比
业绩最好的 10 只基金(从 1999 年 12 月 31 日起)	13,677	9,870	72	3,331	24
规模最大的 10 只基金(从 1996 年 12 月 31 日起)	29,287	11,383	39	21,339	73

注释：一年的前 1/3 时间内的收益分配适用于前一年底的净发股票；一年的中间 1/3 时间内的收益分配适用于前一年底和当年底净发股票的平均值；一年的最后 1/3 时间内的收益分配适用于当年底的净发股票。

在共同基金界，昨日的赢家往往会变成明日的输家。粗略看一下技术基金与时间相关的收益情况，可以看出这场泡沫的崩溃简直彻底颠覆了先前的收益，而仔细看一下投资者的现金流则能得到不同的结果。由于追逐昨天前景看好的并回避今天的失败者，投资者在技术类共同基金上从头到尾共损失了数十亿美元。高买低卖不是取得投资成功的好方法。

美林互联网战略投资基金

追逐业绩行为的一系列故事中包含很多的个案，由投资者传给投资者，由公司传给公司，由基金传给基金。在这场技术泡沫中最大的灾难发源于美林证券的内部，它是美国中产阶级最大的证券经纪公司。

美林证券看到其他的投资银行都从技术类证券上获得了巨额收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益，在局外观察了一段时间后，于 1999 年 2 月聘用备受瞩目的网络分析师亨利·布罗杰特（Henry Blodget）并决定加入这场角逐。布罗杰特原本希望成为一名作家，但“那个愿望只持续到我无法完成我的第一部短篇小说时”。在来美林证券工作之前，他效力于 CIBC/Oppenheimer（欧本海默公司），他在那里的一项伟大成就是准确预测了亚马逊公司（Amazon.com）的目标股价。布罗杰特这样解释他对亚马逊公司每股 400 美元的预测：“我一直在说：‘请不要再问我目标价格是多少。还有很大的上升空间。’但我这句话好像是火上浇油了。”布罗杰特自己都承认他提出的这一目标价格有些“离谱”，但仅在 3 个星期后亚马逊公司的股价就突破了 400 美元。

布罗杰特使用的证券分析方法遵循的是一种新时代的标准。布罗杰特指出：“有时候，不过于仔细地去看估值是有用的。让视线变模糊并告诉自己：‘我看到了这些股票的美好未来。’” 在美国财经新闻频道（CNBC）上投放广告以争取播出时间的美林证券（一家向大众提供股票的公司）加快了买进技术股票的行动。

据《华尔街日报》报道，美林证券的资产管理部门“晚一步进入了这场网络盛会”，因为该公司保守的领导层起初把技术热当成是只能风行一时的现象。事实上，美林证券遭遇的尴尬是 2000 年 1 月该公司的价值型股票和债券型共同基金中有 12 亿美元净外流，当时正值狂热的牛市高峰，如此惨重的失败简直无法想象。由于忽视投机性的宣传，这家经纪公司在公司内部制造了巨大压力。美林证券的经纪人与保守的领导层在这个问题上有分歧，他们要求公司创立一只富有活力的互联网基金。在市场处于顶峰时，高级管理层向经纪人的这一要求屈服了。

2000 年 3 月，美林证券发行美林互联网战略投资基金，这一投资工具“主要通过投资股票来实现资本的长期增长，投资顾问相信这次发行的证券会将互联网作为其商业策略的一部分”。虽然这个投资委托范围很广，几乎没有将哪家公司排除在外，但潜在投资者却清楚地看出这只基金的投资重点是在风险极高的纯互联网领域。为了帮助那些初涉技术领域的投资者，发行文件中除了定义基金持有人费用、基金年度运营费用、管理费、分销费用和服务（账户管理）费等基础金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



术语之外，还对互联网、万维网和内联网等术语做出了定义，这些都是很有用的。

美林证券希望在互联网流行的同时推出这只基金，于是便设法在两周内完成了通常需要5周时间的发行过程。进程缩短并没有减少这只基金上市时的光彩。3月初，美林证券向14,000多名经纪人播出了一场电视会议，会议上的亮点是畅销书作者迈克·路易斯（Michael Lewis）、美林证券的亨利·布罗杰特和该公司的全球资产管理领导人杰弗里·匹克（Jeffery Peak）。基金经理保罗·米克斯（Paul Meeks）在旧金山事件中抓起麦克风大声疾呼："让我们准备前进吧！"《纽约时报》对此的评论是："这次宣传表明，新基金对美林证券是一个出发点，该公司的基金经理们仍在努力摆脱顽固价值投资者的名声。"

美林证券向投资者提供了4个级别的份额，代表4种不同的费用方案。多种等级允许投资者现在支付更多或者以后支付更多。事实上，通过使用一系列合理假定，这只基金的招募说明书告诉人们，3年的费用负担从总资产的7.7%到10.4%不等，这对于普通共同基金管理来说是非常高的。

美林互联网投资战略基金迅速推出，该公司经纪人可以收取丰厚的费用，再加上公众对技术类股票难以满足的极大需求，都导致了发行这只基金的巨大需求。2000年3月22日，该基金以10亿多美元的资产管理规模开始操作，巨大的发行规模使美林证券收取了数千万的前端费用，并很可能带来大量的经常性费用。

基金管理费用到头来成了投资者的最小担忧。几乎就在互联网战略基金开始操作的同时，技术股票的泡沫宣告破产。即使这只互联网基金因持有超额现金（这是基金发行之初的自然结果）而得到好处，它的业绩仍是非常糟糕的。

在进行了一年多的操作后，2001年3月31日，互联网基金的亏损已经达到资产的76%，这还不包含销售费用的影响。前端销售费用最高达到5.25%，这对原来就已很糟糕的业绩而言，简直就是雪上加霜。

除了糟糕透顶的绝对收益量，投资者的相对业绩也同样不佳。互联网战略基金的业绩比NASDAQ低14%，比美林证券自己制定的技术基准低9%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在对第一年的失败进行反思之后，董事会于 2001 年 4 月 30 日决定停发这只基金，并通过一项决议把互联网战略基金并入美林证券旗下业绩稍强一点的全球技术基金。董事会指出，这项合并的原因包括实现规模经济效益、增强投资组合管理的灵活性并提高投资的多元化。董事会没有提及的动机包括：维持美林证券旗下的资产数量、让公司继续有费用入账并消除互联网战略基金极其难堪的追踪记录。

2001 年 10 月 5 日，互联网战略基金不复存在。从它在 2000 年春季大张旗鼓地上市到 2001 年秋悄然落幕，投资者们的损失达到 81%，合 9 亿美元。美林证券给投资者带来了损失，但却收取了他们大约 4500 万美元的费用。

对投资者不幸的是，全球战略基金的规模经济效益和更强的灵活性丝毫没有改善投资者的投资结果。从合并之日起到 2002 年底，投资者又另外损失了 32%，这就使那些坚定不移的投资者减少了 87%的初期收益，真可谓损失惨重。

美林证券不合时宜地发行了这只专门投资网络类证券的共同基金，这给投资者们敲响了警钟。过剩投机的性质要求投资者在估值的绝对水平达到最高时投入最多的资金。当然，价格峰值的出现是由于先前持怀疑态度的投资者认输并随之加入进来，保守的美林证券作为最后一个屈服者加入进来。正如一位著名的硅谷风险资本家所言："美林证券就像一个不怀好意、不能共患难的投机者，它总是在某一趋势达到顶峰时在这里新设立一家办事处，然后又开足马力逃离这里。"理性的投资者会避免一时的投机机会，不管对此进行鼓吹的是野心勃勃、态度偏激的经营者，还是像美林证券一样持中间立场的公司。

共同基金的广告

对于风行一时的投资产品，投资者会面临一大堆的宣传。在牛市期，电波中充满的都是广播电视界权威人士宣扬股票投资优点的讲话。报纸报道的也是在迅速崛起的股市中出现的英雄。没什么人会关注那些谨慎的言论，除了偶尔可以作为受公众喜爱并对股市看涨的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



评论员所使用的素材，怀疑论者绝对是会遭鄙夷的。

共同基金的广告使牛市更加嘈杂。《纽约时报》在每个季度都会出版一期特刊，专门刊登与基金有关的文章、业绩统计和广告。仔细观察一下《华尔街时报共同基金季度报告》在股市由盛转衰这一过程中的内容变化，会帮助我们了解到一些促进投资环境形成的微妙力量，而这种环境恰恰影响着投资者的决策。

当股价达到峰值的时候，广告宣传力度也达到了顶点。让我们来看一下在 2000 年 3 月第一周出版的《华尔街时报》上出现的广告，一幅牛的图片占了一个整版，另一版上是美林证券在吹嘘如何对互联网相关证券做投机买卖。联合资产(Alliance Capital)建议人们“看看我们为什么是专业的选择”。德盛环球投资(Dresdner RCM)力劝人们“在这场技术革命及早入股以取得有利地位”。范·卡姆朋(Van Kampen)的广告用一个历史性的比喻来推销该公司的成长型股票基金：“很久以前，人们用星星来做向导，现在有些人人仍然这么做。”美国世纪投资集团(American Century)在宣传一系列的进取型股票基金时，简洁地说：“如果您已拥有，那就微笑吧。如果您还没有，那就给我们打电话吧！”

两年以后，投资者的笑容已经早在记忆中褪色，那些广告的语气也有了巨大变化。洛德·阿贝特(Lord Abbett)在“稳定”的旗帜下，宁愿再重复宣传一个“有约束的估值和纪律过程”。在被问及“震荡股市的对策”时，TIAA-CREF 开出的药方是“打牢基础”。在广告中出现的产品也变了。进取成长型股票基金被地方证券基金、养老金和政府固定收益基金所取代。

就共同基金广告对投资者决策的影响程度而言，事实证明牛市的广告词非常不合适宜。就在股票的估值达到峰值的时候，基金公司推销的是最具进取性的股票及基金。即使基金公司没有能卖出在广告中大力宣传的那些基金，对牛市连篇累牍的宣传也制造了一种疯狂情绪的大背景。就当投资者刚认识到逆风而行能带来特别丰厚的利润时，他们在广告的鼓励下将越来越多的资产置于风暴的中心。

系统地看一下《华尔街日报共同基金季度报告》，它显示出的模式是来自共同基金业不合时宜的投资建议。当牛市趋势增强时，这份日报的共同基金专版也会增加页数，这也就不足为奇了。《共同基金季

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度报告》在 1997 年第一季度时只有 38 页，而在 1998 年、1999 年和 2000 年的第一季度分别都已经增加到 46 页到 48 页。在这场泡沫破裂后，随着股价下跌，《共同基金季度报告》的页数也减少了，在 2001 年初下降至 40 页，2002 年和 2003 年分别为 36 页和 34 页。

随着股价的涨跌，《共同基金季度报告》的特点也随市场而变化。投放共同基金广告所占的版面在牛市期达到全部版面的 40%至 45%，而随着股价的急剧下跌，这一比例在 2001 年下降到 29%，2002 年为 22%，2003 年则仅为 16%。其发行量在最不适宜进行投资的时候达到了最高值，而当股市朝向更吸引人的水平发展时却下降了相当多。

伴随着共同基金宣传力度的变化，广告词的构成也发生了变化。在那些突出强调某些特定资产等级的广告中，股票型基金的广告在股价上涨时获得了很大的市场占有率。在 1997 年初，股票在《华尔街日报共同基金季度报告》的特定资产等级广告中占到了 86%，债券所占比例较少，只有 14%。股票的广告在 1997 年时占到《共同基金季度报告》的 86%，而到 1998 年和 1999 年分别上升为 92%和 97%，在 2000 年初这场泡沫达到高潮时更是达到了 100%。在 2000 年 4 月出版的《共同基金季度报告》中没有一则共同基金的广告提到债券型基金的投资机会。

表 4.4 基金公司将股票推向最高点：在《华尔街日报共同基金季度报告》上投放的广告

	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年
总页数	38	48	46	48	40	36	34
广告占总版面的百分比	45	44	43	40	29	22	16
股票占证券类广告的百分比	86	92	97	100	79	79	50
形象广告占所有广告的百分比	42	36	26	34	25	61	64
业绩广告占所有广告的百分比	44	44	61	56	28	26	36

来源：这些数据来自每年 4 月第一周出版的第一季度《华尔街日报共同基金季度报告》。

随着股票业绩下降而债券业绩上升，共同基金公司又准备让客户采取相反的策略。在 2001 年和 2002 年，股票型基金的广告减少为特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



定资产等级广告的79%，到2003年，接着又减少为50%。随着股票变得更便宜而债券变得更昂贵，共同基金业没有劝投资者按兵不动，而是在其后视镜中越来越多地关注固定收益的投资市场。

虽然共同基金公司一般通过描述以往业绩来推销产品，但在富有活力的市场上，近期表现才是焦点。在1999年和2000年活力十足的投资环境下，超过一半的共同基金广告都引用了业绩统计数据。而在2001年和2002年冷清了很多的投资界，只有不到30%的广告提到过去的投资结果。

随着熊市不再强调业绩，形象广告同时也有所增加。在2002年初和2003年初，投资者几乎对什么都感觉不佳，基金公司便将广告版面的60%用于夸赞和宣传公司形象。我们可以看一下2003年4月Oppenheimer基金发行时的广告：

> 今天的投资者还能够相信什么呢？有很多时刻都可以考验一位投资者的耐心和信念。在这样一个充满了不确定性的世界，许多人正在极力寻找某种确定性。我们不能提供所有问题的答案，任何人都不能。但我们的一些信念确实已经经受住了时间的考验，并至今仍在指导我们。我们相信这些信念非常值得与大家共享。我们相信美国，相信我国人民的力量，相信我们的制度和美国的思想。我们相信历史，在过去100年内发生的战争、衰退和熊市之后，最终随之而来的是经济复苏和增长。我们也相信基本的投资准则：长期目标、多元化和专业建议。这些简单的想法建立在极为重要的真理之上。不管我们所处的时代是最美好或最糟糕的，这些信念都是我们应该坚持的。

当然，在1999年4月的牛市期，Oppenheimer公司将整版广告都用于宣传其主流成长收益型基金，广告图片上是一只带有"S&P500"标志的拳击手套。由于没有哪只基金拥有骄人战绩供其吹嘘，Oppenheimer便故意放低语调，泛泛而谈一些含糊而令人愉悦的话语。

《华尔街日报共同基金季度报告》的每一个观点都误导了投资大众。当某一投资机会的吸引力下降时，相应广告语的分量反而会增加。当股价到达顶峰时，对股票的关注也到达最高点。当债券被证明对投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者的投资组合也许是最有利的时候，没有一则广告提到固定收益的债券投资。共同基金业广告的反常程度完全可以达到十级水平。

嘉信理财对牛市期的建议

2000 年 4 月，嘉信理财(Charles Schwab)用耗资巨大的整版大广告来宣传其共同基金全一精选目录中的基金，它们可以在嘉信的共同基金市场上购得。这些广告的主角包括一位惹人喜爱的客户莱拉尼以及一位魅力十足的嘉信理财投资专家保罗·莱拉尼，以及他们在《华尔街日报》的一页页广告上滔滔不绝地说那些折扣经纪商“让我觉得很容易就能掌控自己的投资”、“按照我的需要为我设计了一个共同基金投资组合”，并且“帮助我摸索出一种对我而言最为精妙的方法”的言论。这则宣传分布在 8 页报纸上，其结论就是：“嘉信理财帮助莱拉尼建立了投资信心，我们同样也能帮助您。”

这则广告和表 4.5 上所列出的 14 只基金，可能就是为组建莱拉尼的“稳健型投资组合”所挑选的一系列“业绩领先的共同基金”。为了吸引那些敏感的投资者，这些基金的名字中包括创业基金、新兴领袖基金、年轻投资者基金和千禧年基金。负责资产管理的基金管理公司构成了共同基金业的“名人录”，入选的有美国世纪投资集团

表 4.5 莱拉尼稳健型投资组合的投资结果并不稳健

共同基金	部门	2000 年 3 月 31 日之前 1 年的业绩	2000 年 3 月 31 日之后 1 年的业绩
美国世纪国际	国外股票型	69.7	−32.8
马里斯科精选基金	大盘成长型	38.2	−33.3
景顺成长收益型基金	大盘成长型	42.7	−43.5
达孚新兴领袖基金	小盘成长型	54.0	−15.8
萨福科西北基金	中盘成长型	69.2	−35.4
蒙哥马利全球多空基金	国际型	125.7	−41.6
卢米斯塞勒斯国际股票型基金	国外股票型	104.4	−42.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

共同基金	部门	2000 年 3 月 31 日之前 1 年的业绩	2000 年 3 月 31 日之后 1 年的业绩
史壮创业基金	中盘成长型	178.9	−51.3
伯杰信息技术基金	专业型	173.5	−63.6
瑞士信贷全球电信基金	专业型	138.3	−54.9
斯库德国际基金	国外股票型	51.6	−31.2
联合国际小企业基金	国外股票型	123.4	−48.3
自由年轻投资者	大盘成长型	32.8	−28.8
纽伯格伯曼千禧年基金	中盘成长型	161.9	−55.9
莱拉尼投资组合算术平均数		97.5	−41.3
S&p500		17.8	−21.7

来源：晨星公司（Morningstar），根据 2000 年 4 月 10 日《华尔街日报》上刊登的嘉信理财公司的广告改编。

（American Century）、达孚集团（Dreyfus）、华平投资集团（Warburg Pincus）、斯库德投资公司（Scudder）及联合投资公司（Federated）。

这 14 只基金的以往业绩令人赞叹。领衔的是史壮创业基金，其年收益率为 178.9%，与伯杰信息技术基金 173.5%的年收益率几乎不分上下。提到排名靠后的基金，马里斯科精选基金以 38.2%的年收益率居倒数第二位，自由投资公司旗下的年轻投资者基金则以 32.8%的年收益率垫底。

在上文描述的这些基金中，每一只基金的以往业绩都要超过据 S&P500 指数算得的 17.8%的市场收益率。事实上，这一组基金的平均收益率达到 97.5%，比整个市场的收益率超出近 80 个百分点，优势非常明显。如果保罗在 1999 年初就建议莱拉尼投资这组基金的话，她将会做得特别好。

但不幸的是，对惹人喜爱的莱拉尼来说，保罗的勇敢建议迟到了一步。在嘉信理财打出这则广告的随后一年中，这 14 只基金都公布了程度不同的巨额亏损，其中达孚新兴领袖基金的投资者损失了 15.8%，这算是相对较轻的，而伯杰信息技术基金的持有人损失率达到 63.6%，这只基金的亏损程度就要严重得多。事实上，除了达孚旗下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的那只基金，每只基金的下跌程度都超过了整个市场的下跌。这些基金的平均亏损率达到 41.3%，大大超过了据 S&P500 指数算得的 21.7%的整个市场亏损率。

莱拉尼的信心和智慧肯定已经被证明是短暂的。在保罗向她提供“在多只业绩领先的共同基金中进行选择”的机会时，该公司犯了一种典型的错误，那就是强调以往业绩。嘉信没有使用分析和判断工具来发掘未来可能胜出的基金，而是简单地采用吹嘘以往成功业绩的方法。结果，嘉信推荐的投资机会给投资者的投资组合造成了严重破坏。

嘉信强力推荐的基金遭受了比市场更为严重的亏损，这表明嘉信的投资专家虽然尽心竭力，但却未能成功构建一个稳健型的投资组合。该公司认为在这 14 只基金中，3 只风险较低，3 只风险适中，2 只风险较高（其余 6 只的风险等级并未得到明确），在这个分类的基础上，这些基金的组合理应带来波动性适中的总体收益，因为其中 3 只低风险的基金应该可以降低那 2 只高风险基金所造成的波动性。事实上，只有达孚新兴领袖基金的业绩是在预料之内的，其亏损低于市场平均水平。其他的 13 只基金都表现出高于市场平均水平的风险，亏损也大大超过市场平均水平，这就表明嘉信的基金风险评价方案是存在严重缺陷的。嘉信显然也意识到了自己的错误，并最终对 2000 年 4 月的广告节目中突出强调的那些基金失去了信心。

看一下 2003 年 4 月该公司的共同基金全一精选目录，就会发现 3 年前在《华尔街日报》上红极一时的那些基金一只也没剩下。

大致看一下美国股票型基金的管理方式就可以证实嘉信是偏爱牛市的。在美国的基金中，8 只中有 5 只是成长型的，有 1 只是偏重技术的，而只有 2 只是混合型的。没有一只基金采用价值管理的方式。嘉信使莱拉尼的稳健型投资组合变得非常强悍，完全忽略了减轻对越来越高的股市估值的极度依赖程度。

莱拉尼虽然聘用了多位美国的股票型基金经理，但获益极少。因为在她的投资组合中，有一些成长基金被证明是非常相似的。3 只大盘成长型的基金（马里斯科精选基金、景顺成长收益型基金和自由年轻投资者基金）和 1 只专门技术基金（伯杰信息技术基金）同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是众多公司的前十大股东，其中3只基金都在思科系统中持有股份，并有两只基金都在微软、甲骨文、易安信、维尔软件和家得宝中持有股份。国内型中小盘基金更是在微软、因特尔和实用微电路公司中重复持股。在多只推荐基金中共同优先持股的结果，只会导致不必要的复杂性和毫无用处的重复。

对大盘国外股票型基金（美国世纪国际增长基金、卢米斯塞勒斯国际股票型基金和斯库德国际基金）的考查表明，它们和大盘国内股票型基金一样缺乏多样性。技术泡沫时期的宠儿——沃达丰和诺基亚都是这些基金的最大投资对象，而这3只基金中的其中两只则是北电网络、爱立信、三星、西门子和威望迪的前十大股东。

专业通讯基金进一步体现了国外股票型基金最钟爱的投资领域。瑞士信贷全球电信基金是沃达丰和爱立信的十大股东之一，这更增加了它原本就已持有的很多国外基金，而它与斯库德国际基金同样都是NTT移动通讯的最大股东。（另外，美国国内的景顺成长收益型基金也持有诺基亚的股份，这就使这些基金中诺基亚前十大股东的数目变为四只，与沃达丰的总数相同。）简单看一下投资组合大量持有的股份，就会让人对挑选这些特定国外共同基金背后的理由产生怀疑。由于持有类似的投资组合，大盘国际股票型基金一跌全跌，在这场泡沫破裂时也销声匿迹了。

除了在风险评价和重复投资方面的问题之外，嘉信在资产类别多元化上也做得不够。对于哪些基金应积极持有，该公司强力推荐了5只非美国的股票型基金，这些投资产生的收益可能互不相关。唉，保罗不但没有找出一组互不相同的国外基金来证明莱拉尼的投资组合所包含的基金是正确的选择，他也没能找到与她持有的国内基金大不相同的国外基金。成长型的国内投资组合在思科系统、微软和甲骨文上收获了业绩。莱拉尼将美国的热门股票和欧洲牛市的宠儿——沃达丰、诺基亚和爱立信组合在一起，在本质上并没有实现分散风险。

在莱拉尼在《华尔街日报》首次亮相之后的一年里，国内证券的下跌情况是：思科（79.6%），微软（48.6%），甲骨文（61.7%）；外国股票的下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌情况是：沃达丰(44.4%)，诺基亚(50.3%)，爱立信(70.0%)，两者看起来很相似，令投资者非常苦恼。投资方式的共性使这些牛股一起遭殃了，也就破坏了外国基金使莱拉尼的投资组合实现多元化的可能性。

从一个更广泛的角度来看，保罗在更大的范围上让莱拉尼失望了。嘉信的投资专家构建的投资组合全部由股票型基金构成，却忘了推荐将资产类别多元化的投资方法。广告忽略了固定收益投资、房地产投资信托基金和通胀指数证券及新兴市场股票等多元化的资产类别。没有任何一种投资组合，尤其是以风险适中为特点的投资组合，应该只持有成长型的股票。

保罗对莱拉尼犯下的错误从特定的基金一直到整个投资组合。保罗在开始时对每只基金的风险特征进行的评价就存在问题，而为莱拉尼的投资组合选择的投资产品也并不合适。接下来，她购买的国内和国外基金呈现出相同的成长特点，使这些投资产品过于类似，没能使投资过程有效地实现多元化。最后，保罗根本就没有关注资产等级的多元化，这样，他所构建的投资组合结构也就无法抵御各种不同的市场力量。

嘉信没有向莱拉尼提供一个有效的投资组合所必需的工具。该公司非但没有“让她放下思想包袱”，反而给她的钱包造成了负担。推荐基金的精选目录没有显示出适合客户的选择范围或风险特征，这就导致客户的投资目标出现明显失误。

2000 年 4 月嘉信在市场上的热情达到最高点，一则与此相关的报道在脚注上特别标明：到 2003 年年中，该公司改变了让投资者掏钱的方法。帕特，一位笑容可掬、戴着眼镜、50 岁左右的嘉信投资者，取代了惹人喜爱的莱拉尼。保罗这位魅力十足的嘉信投资专家完全消失了，也许他是在这家公司的某一场裁员中被炒了鱿鱼。

2003 年 6 月 6 日，《华尔街日报》的一则广告声称：“在嘉信理财，我们能够帮助您构建一个非常平衡的投资组合，它将不止包含股票，还将纳入固定收益的投资产品。”这家公司为什么要改变语调呢？嘉信能够认识到 2000 年 3 月到 2003 年 5 月，债券市场的收益大大超过了股市收益的 68.7%，因为债券的收益率为 36.0%，而股票的收益率则为-32.7%？嘉信意识到 2002 年投资者在股票型共同基金上撤资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

270多亿美元而在债券型共同基金上投入1400多亿美元了吗？嘉信也想分得一杯羹吗？

嘉信宣称它的“建议是为了您的需要，而非获得佣金”，这多少有些不诚实。这家经纪公司非但没有为大众提供服务，还在它的共同基金市场上获取了丰厚利润。嘉信通常喜欢将它的共同基金全一精选基金定位为免佣金基金。2003年6月《福布斯》杂志的一篇文章写道："那是真的，因为有的人通过嘉信购买杰纳斯(Janus)20基金和那些直接从杰纳斯购买的人支付的费率都是每年0.83%。但是嘉信作为中间人将从基金卖方那里抽取数额不详的费用，而这些费用必然会增加基金的费率。"2003年5月5日，《华尔街日报》的一篇文章预测嘉信的费用是资产的0.40%，每个基金账户每年收取20美元。

嘉信的费用安排制约了投资者的选择。让我们看一下2003年初该公司对除规模最大的共同基金公司之外的那些公司提高收费的后果。费用的增加使这个国内一家最好的共同基金管理公司——东南资产管理公司被迫脱离了嘉信的业务体系。东南公司认为嘉信提高的收费是“重复而过分的”。嘉信将少有的一家业绩好的主动管理公司排除在销售名单之外，它自己的经济利益远远高于客户需求。

嘉信给长相秀丽的莱拉尼和身材圆胖的帕特所提的建议，简直就是鼓励读者将资产配置到以往业绩好的证券类型上。在嘉信2000年4月选用莱拉尼进行广告宣传之前，成长型股票基金的业绩使投资者眼花缭乱。而在嘉信2003年6月介绍帕特的那则广告之前，债券的业绩，不管是在绝对水平上还是与股票相比，都为投资者提供了一个前景光明的投资选择。这家经纪公司“后视镜”式的投资导向在它夸耀自己提供“大多数被晨星评为四星和五星的债券型基金”之后变得更为鲜明，它吹捧的这个评级体系只使用回顾性的分析方法。由于嘉信强力推荐以往业绩好的资产类型和共同基金，它鼓励投资者们追涨杀跌，但这并不是财富积累的好方法。

业绩的表现形式

共同基金公司会使用各种伎俩来掩饰糟糕的业绩，最为极端的方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式是将业绩不佳的基金并入其他基金而让它消失无踪，还有一些更不易察觉的操纵手段。当大型共同基金公司要突出强调某些基金时，它们总是会选择那些业绩最好的基金，而绝口不提那些业绩不佳的基金。如果一只基金拥有 5 年的出色业绩和 10 年的中等业绩，那么基金公司将会采用声势浩大的广告活动来大力宣传这些表现强劲的基金，而那些弱势基金只能在小字体的招募说明书上被埋没。这些数据的展示都是进行过筛选的，这就更增加了发行共同基金在表面上的诱惑力，却给那些经验欠缺的投资者们造成了一种假象。

杰纳斯（Janus）用它著名的双面性在投资大众面前把自己塑造成全知全能的形象。在经济繁荣的 20 世纪 90 年代，杰纳斯拥有一系列积极成长型的共同基金，其投资策略是无懈可击的。由于在思科、微软和诺基亚中持股，该公司的业绩每年都超出市场平均水平很多。辉煌的投资业绩吸引了大量的资本流入，该公司的资产管理规模从 1995 年底的 310 亿美元增至 1999 年底的 2500 亿美元。媒体报道指出，2000 年初杰纳斯旗下的基金规模超过 3000 亿美元并到达顶峰。

尽管杰纳斯具有双面性，但该公司明显也只能看到牛市的收益。当 2000 年初股市开始崩溃时，杰纳斯仍集中投资那些大盘型的成长股票，并且遭受大量的公司诈骗，事实证明这对投资者而言是很危险的。在太阳微系统公司（Sun Microsystems）和通用电气（General Electric）的亏损是由市场导致的，再加上泰科和安然由于管理层渎职而带来的股价下跌，在特定的持仓亏损和公司荣誉方面都给杰纳斯带来了损害。现在我们都熟悉的情况是，业绩不佳和投资者撤资造成杰纳斯的资产管理规模从顶峰时的 3000 多亿美元跌至 2002 年底的 1220 亿美元。

在杰纳斯的《1999 度机构年终报告》中，该公司提供了一系列的众多关于业绩的数字，突出强调了 3 年来的收益和费用。例如，该公司业绩最好的积极成长型基金在 1999 年 12 月 31 日之前的 3 年内年均收益率极高，达到 54.5%。

尽管杰纳斯的积极成长型基金在 2000 年的业绩不怎么样，下跌了 24.6%，但对前 3 年的追踪数据仍然保持正数。让投资者感到欣慰的是杰纳斯报告 3 年来的收益率为每年 28.7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2001 年杰纳斯的麻烦继续，其积极成长型基金亏损了 29.0%，远远超过了据 S&P500 指数计算的 11.9%的市场平均亏损率。在这只基金的历史上首次出现了 3 年期收益率为负的情况，每年的收益率为-1.7%。在该公司的《2001 年度机构年终报告》中，不算很高的负 3 年期收益还是占据以往的位置。

在熊市快进入第 3 年时，杰纳斯的糟糕业绩仍在继续。2002 年，它旗下的积极成长型基金又亏损了 26.8%，再次超过据 S&P500 指数算得的 22.1%的亏损率。3 年期收益率真的到了凄惨的地步，每年仅为-26.8%。（这 3 年内每年 26.8%的亏损相当于使 1 美元贬值为 29 美分。）

面对差劲的投资结果，该公司发现了一种有创造力的方法可以解决这 3 年来糟糕业绩的相关数据所带来的问题。在 2002 年度的报告中，原本用于报告 3 年期收益的篇幅都转为强调 5 年期的收益。积极成长型基金 5 年内的收益率是每年 2.1%，这比 3 年熊市期内每年-26.8%的收益率要好看得多。

意识到投资者往往追逐良好业绩而逃避不佳业绩，杰纳斯面临的困境就是如何展示那些无法引起人们注意的熊市期收益。通过将重心从 3 年期的数据转到 5 年期的数据，该公司用正收益代替了负收益，并用良好的相对收益取代了原本不佳的相对收益。但是，兜售 5 年期的业绩却使杰纳斯的公司业绩模糊化而非透明化。该公司没有向投资者展示一组连贯的数据，却只选择那些对自己有利的数据，企图掩饰那些糟糕的业绩。

晨星评级

大多数的投资者都很少有机会得到真正不偏不倚并且客观的投资建议。经纪人推销的都是那些高佣金的投资产品，投资公司吹捧的是当下流行的共同基金。即使是最具职业道德的金融产品提供商，有时也会让人搞不清楚哪种产品是对客户最有利的，哪种是能为服务提供商带来最大利润的。最常见的骗子从来不会为选择哪条路而感到困惑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这个充满了冲突的荒漠上有一家看上去独立的公司——晨星公司(Morning star)。从1985年起,这家总部设在芝加哥的咨询公司开始为四大类资产——国内股票、国外股票、应课税债券和市政债券提供五个等级的评级方案。该公司赋予各只基金不同的星级,一星是最低等级,而五星则是最高等级。

这些年来,资产类别增多,分级方法也有所改变,但五个星级的分类结构仍保持至今。1996年,晨星将它评价的资产等级从原来的4类拓展到44类,分类标准也增加,包括投资规模(大盘、中盘和小盘证券)、投资风格(价值型和成长型)、投资领域(技术和自然资源)、地理位置(欧洲、日本和拉丁美洲)以及证券类型(可转换、国际和高收益债券)。2002年7月,该公司又将其进一步扩展到48类,并改善了基金评级的计算方法。2003年5月,晨星公司又新增加了11类资产,使总数达到59类。

晨星的评级受到投资者的关注。1999年到2003年间,由它评出的四星基金和五星基金平均为共同基金带来了106%的现金净流入。假如未评级的基金只有44%的现金净流入,用简单的数学运算就可以推断出评级最高和未评级基金一共得到150%的现金净流入。三星、两星和一星基金遭遇净撤资,总量达到现金净流入的50%。

晨星的持续影响反映出那些迷恋星级的投资者十分信任晨星的评级体系。如表4.6所示。

表4.6 晨星的四星和五星基金控制着共同基金的流动根据净流入排名
(十亿美元)

星级	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	五年平均值
0	50	134	97	74	58	83
1	−25	−8	−13	−16	−13	−15
2	−30	−32	−36	−40	−37	−35
3	−46	−95	−34	−45	−1	−44
4	11	55	27	43	85	44
5	281	158	86	115	129	154
总计	241	211	127	130	223	186

来源:美国金融研究公司。
备注:晨星公司没对零星级的基金进行评级,因为它们上市还不到3年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者大量增持星级最高的两类基金，而大量减持三类评级较低的基金。引人注目的是，从 1999 年到 2003 年，四星和五星的基金每年都有资金流入，而一星、两星和三星的基金则是每年都有资金流出。那些认为希望比经验更重要的投资者将大量资金投入到零星级的基金中，结果他们购买了一些收益期连 3 年都不到的基金。晨星对投资者的现金流动有很大影响，这就使得四星和五星基金这些胜出者的前景更加看好，而其他星级较低基金的未来则更加无望。

很明显，晨星评级体系的威力源于投资大众在为自己做投资决策寻找一则指南。但不幸的是，投资者并没有从晨星公司那里获得有用的帮助，因为该公司的评级体系被证明是极其幼稚的。以往的业绩，再加上对风险的衡量，为星级评价提供了便利。该公司最初对风险的定义是："业绩低于 90 天期的短期国库券。" 根据晨星公司的定义，"如果一只基金每个月的收益都超过这一基准水平，那么它就可以被视为是无风险的。"即使是最没经验的金融专业学生，也不会贸然将哪只股票型的基金称为是无风险的。晨星的这一体系明显有缺陷，其败笔在于它只关注过去，只考虑定量测度，并且只使用在基本面上折中的方法来衡量风险。

我们可以看一下晨星公司在互联网泡沫时代对技术基金的评级情况。1997 年技术基金的平均评级是 2.1 星，比倒数第三个等级的基金稍高一点。当然，用评级来筛选共同基金的投资者是不会被低评级的基金所吸引的。1999 年，由于技术股的业绩极佳，技术基金的平均评级也骤增到 4.7 级，距离最高等级只有一步之遥。事实上，到 1999 年底，在定级的技术基金中有 90%都已达到五星，如此高的评级又将投资者的资本吸引到这些定价过高的股票上。2001 年，在这场泡沫崩溃之初，技术基金的平均评级降至 2.4 星，再一次略低于基金市场的平均水平。晨星公司对技术类共同基金的评级被证明是绝对荒谬的。

晨星公司对此表现出的坦率引人注目，并指出："……收益变化无常的基金很可能会带来损失，即便它们近期获得了一系列的成功。互联网基金便是一个很好的例子。1999 年，由于连续数月的业绩都超过短期国库券，它们几乎没有显示出下跌的风险，但在接下来的几年里却遭受了巨大损失。"晨星意识到了自身体系为那些希望低买高卖的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者所提供的指导意见是有巨大缺陷的。

2002 年 7 月，晨星公司对自身的评级体系做了两处改动，以解决在技术基金的痛苦经历中所凸显出来的问题。首先，该公司开始只公布对小类基金的评级结果，并使个别业绩佳的基金不能再主宰某一大类的基金(因为大类基金的评级已不复存在)。在新体系下，五星技术基金占专业技术类共同基金的比重被限制在 10%，也将五星地产基金占专业地产类技术基金的比重限制在 10%。当然，对近 60 类基金进行评级大大降低了评级对此体系一般使用者的价值。第二，晨星公司改变了衡量风险因素的方法，转而使用“基金业绩的变化，并且更加强调下跌的业绩变化”。虽然新的风险衡量方法可能比该公司在前 17 年所使用的幼稚方法有所改进，但我们也无法对这个改良版本做出评价，因为晨星公司认为这种衡量风险损失的方法是其“专有”的。

由于晨星公司没能意识到以往业绩对于寻找更好的未来业绩没有什么用处，该公司虽然经常尝试对其评级体系进行调整，但却没有让人看到成功的希望。不断地从投资管理产品的大家庭中剔除某些小类的基金是于事无补的。一组新的基金必然会上升至新创立的小类基金的榜首，而这就迫使星级评价体系剔除那些多余的、业绩好得出人意料的基金。这种星级评价体系只关注以往的数字，因而只能发现那些在过去起作用的因素，却不能发现那些在未来起作用的因素。在这个拥有持续热情但又一次次遭受持久绝望的市场上，晨星公司回顾性的业绩衡量方法对前瞻性的投资者而言是毫无用处的。

但晨星公司至少为投资者提供了一项服务。通过计算去除了前端费用和其他费用的净收益，它的评级往往倾向于那些管理高效、有利于股东、免佣或者低佣的基金。晨星公司把投资者的注意力转移到了成本的重要性上，即使是通过间接的方式，这也算是帮助了客户。但不幸的是，宣传现在的低成本基金并不足以弥补推荐以往业绩好的基金所带来的损害。

对晨星评级体系大张旗鼓的宣传，更加深了投资大众关注以往业绩的倾向，这是非常不幸的。这种纯粹的统计性和回顾性的计算对于确定技高一筹的管理公司是毫无帮助的。但晨星公司的四星和五星评级却吸引投资者将资金投向那些被神圣化的基金。星级评价对 20 世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



纪90年代末股市雄劲的上涨势头简直是火上浇油，但却没能使投资者们免受接着发生的下跌带来的痛楚。理性的投资者不会相信晨星公司毫无用处的评级体系。

本章小结

投资环境的影响几乎总是会将投资者领上一条失败的投资之路。在股票市场到达巅峰时，广告上兜售的都是股票，却只字不提可以让投资实现多元化的固定收益资产。当股票遭受熊市带来的亏损之后，媒体宣传的是将持有债券作为平衡型投资组合重要组成部分的好处。铺天盖地的广告词都是建议投资者持有昨天的市场宠儿而避开昨天的牺牲者。

即使是备受尊重的市场评论家也过于关注以往的投资结果。晨星公司自吹自擂的五星评级体系是建立在以往的业绩数据这样一个不稳定的基础上的。但是，如果对某只共同基金的评级是四星或五星，那么这将大大影响投资者基金的资金流动。如同在《绿野仙踪》中一样，一个可怜的小矮人站在窗帘后面。

追逐业绩将会给投资者带来灾难性的后果。2000年3月互联网泡沫到达顶点，在前后的6年时间里，很多大规模并且取得成功的技术类共同基金基本上没有带来任何投资收益。在泡沫时期数额惊人的收益在这场泡沫破裂之后消失殆尽。

收益与时间的简单联系并不是全部的情况。由于投资者在股市的顶点将大量资金投入技术基金，在以美元计算的基础上，数额巨大的资金消失。不合时宜的投资带来了损失，再加上对资本收益分配所征收的税款，技术基金的投资者所得到的投资结果真的是极其糟糕。

理性的投资者不会追随潮流，而是以严肃的态度独立行事。这种严肃表现为：开始时，认真制订合理的投资组合目标，接着严格遵循选定的投资组合。忠诚于资产配置目标要求投资者经常买进已经过时的并卖掉正在流行的投资产品，这就要求投资者做出异于主流的相反举动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5 Rebalancing

第 5 章 再平衡

再平衡是指采取行动以保证当前投资组合的特点能尽量与投资组合资产配置目标的可行性相匹配。由于多种市场力量会造成各种资产价值的起落，资产组合中各种资产所占的比重也相应地有起有落。为了维持预期的资产配置情况，投资者会卖出相对升值的资产并买进相对贬值的资产。除非投资者对投资组合进行系统性的再平衡，那么，现有投资组合的风险和收益情况就会一直与预期投资组合有差异。

再平衡要求投资者采取背离传统观念的行为。在正常的市场条件下，系统性的再平衡会减持赢家而增持输家，这与传统观念是格格不入的。在极端的市场条件下，进行再平衡的投资者将面临一场勇气的考验。引人注目的熊市示意人们需要大量买进输家，而非同寻常的牛市则号召人们大量卖出赢家。当市场发生巨大变化时，投资者要么展现出坚持自己信念的勇气，要么展现出不能坚持自己信念的怯懦。

在进一步追加或撤出资金时，理性的投资者会考虑资产配置的意义。将新资金配置到持有量不足的资产类别上能使投资组合更接近目标，并且不会带来税收负担。类似的，将资金从持有量过高的资产类别上撤出也会使投资组合更接近目标。然而在撤资时，投资者需要考虑交易的税收问题。事实上，持有量过高的资产类别通常包含增值证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券，它们在卖出时可能要交税，这会使投资者有所犹豫。

要交税的投资者在再平衡的过程中会使用各种方法来避免产生应纳税的收益。谨慎的投资者会将新的资金流转向持有量不足的资产类别，这会使实际投资组合的资产配置情况更接近于目标水平。根据情况不同，卖出证券所带来的损失可能会抵消其他方面的收益，从而实现无税的再平衡。或者，投资者可能使用递延税账户来达到再平衡，这可以消除资产组合调整过程会带来当期纳税义务的顾虑。对税收的敏感度在再平衡中发挥着重要作用。

尽管再平衡对于保持恰当的资产配置目标很重要，极少有投资者会进行系统性的再平衡。在近期对 TIAA-CREF 的基金投资者所做的一项研究中表明，该协会的学院和大学投资者对其投资组合的资产配置漠不关心。如果考虑投资者的特点，我们会发现再平衡行为的欠缺程度似乎更令人吃惊。如果这样一些接受过良好教育、经验丰富的投资者都不能对投资者进行系统性的再平衡，那么其他为数更多的投资者就更不可能关注投资组合的资产配置。

再平衡的心理

反向行为是绝大多数成功投资策略的核心所在。但不幸的是，对于投资者来说，人性总是渴望追随大众而获得正面强化。对这种传统最好的诠释就是莎莉·鲍尔斯在电影《酒店》里所说的："每个人都喜欢胜利者，所以没有人喜欢我。"反向的投资行为要求投资者回避众人喜爱的产品，而接受众人冷落的产品。但大多人的做法却是截然相反。

事实上，商业界（与投资界相对）通常会奖励潮流的追随者，执行成功的策略而抹杀失败的开局会带来商业上的成功，投入更多资源在赢家上的领导层会带来引人注目的结果，而为了节约稀缺资源的管理人则会很少投资于市场的输家。在达尔文式的商业界里，只有成功才能孕育出成功。

但在投资界，失败却会播撒下未来成功的种子。投资价格诱人、不受欢迎的产品通常会比选择定价很高的流行产品带来更高的预期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益。受冷落的资产所享有的折价会提高其预期收益,而备受欢迎的资产所出现的溢价则会降低其预期收益。

大多数投资者在持有主流投资产品时觉得很安心,部分原因在于由于人多而带来的安全感。大多数人的态度和行动可以带来共识。很明显,只有少数的投资者会在感觉不安的情况下投资非主流产品。一旦大多数的投资者采取之前被认为是相反的立场,那么原来少数人的观点就会成为普遍流行的观点,只有极少一部分人能一直坚持异于传统观念的立场。

接受并一直持有非主流的投资头寸需要坚定的信念和极大的勇气,因为朋友和熟人所谈论的投资方案与你的完全不同,媒体所推崇的投资观也与你存在巨大分歧。经纪公司则会催促你卖出昨天的输家而买进今天的热门产品,广告宣传的也是一种新投资方式。面对这种看上去占据压倒性优势的共识,成功的反向投资者会对众多人的游说置若罔闻。

建立反向投资头寸只是打完了这场投资战的一半而已。对于丧失勇气的反向投资者而言,等待他们的还是失败。假设一位投资者起初回避市场的热门投资产品,可是在数月、数季度以至数年之后,这位立场不够坚定的反向投资者最终还是屈服了,转而追随新时期的主流看法。当然,在他们买进的同时疯狂的市场也达到了顶点,这使得人们虽然付出了却没能得到回报。采取反向投资法却没能坚持到底,最后的投资结果会非常糟糕。

再平衡是一种极其理性的行为。在市场发生变动时,要维持投资组合的目标就必须卖出业绩相对强劲的产品而买入业绩相对不佳的产品。换句话说,严肃认真的再平衡操作者会卖出热门产品而买进冷门产品。在正常情况下进行再平衡仅需要一定程度的勇气。而在市场发生极端性的变化时,再平衡就需要更大的勇气。

1987年股市大崩盘后投资者的行为

事实证明，在市场面临巨大压力时对投资组合进行再平衡是最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



困难的。投资者是买进突然暴跌的资产还是卖出突然暴涨的资产，这既是机遇也是危险。说这是机遇，因为他们能够低买或者高卖。说这是危险，因为在跌者续跌、涨者续涨时他们不能够坚持立场。

1987 年 10 月发生的股市大崩盘就是市场压力的典型范例。1987 年 10 月 19 日，美国股市的 S&P500 指数下跌了 23%。这是史无前例的暴跌，出现概率小得简直难以描绘。根据以往日波动率的情况，这一天的下跌意味着偏离均值 25 个标准差。通俗地讲，偏离 25 个标准差几乎是不可能发生的。①

这次史无前例的全球股市暴跌动摇了投资大众对市场的信心。市场行家看坏后市，预测股票投资将会前景低迷。报纸不断地关注并报道各种坏消息。(《纽约时报》发表的一篇专题，将 1987 年 10 月后的股票价格表叠映在 1929 年 10 月后的股票价格表上。)在全球几乎都出现熊市的大背景下，进行再平衡的投资者需要买进股票来使资产配置恢复到目标水平。毋庸置疑，再平衡在大众看来是鲁莽、不理智的行为，只有极少数的投资者表现出了再平衡所需要的勇气。

1987 年股市崩盘前后，关于共同基金资产配置的数据为解释个人投资者的行为提供了一些线索。值得注意的是，分配到共同基金上的总资产并不是家庭资产负债表的全部内容。由于投资者还持有共同基金以外的资产，共同基金持有量的变化可能会被其他资产持有量的变化所抵消或放大。尽管共同基金体系具有开放性，共同基金配置情况的变化对于解释个人投资者的行为仍有重要的参考价值。

让我们看一下 1987 年 9 月底(也就是股价暴跌 3 周前)的共同基金配置情况。由于投资者对股票的热情高涨，股票型共同基金的持有量达到总资产的 28%，这是多年来的最高水平。债券在股票的熊市中受到冷落，在总资产中的比重降到 30%，这是一年来的最低水平。货币市场基金比债券更不受欢迎，占总资产的比重从几年前的 60% 跌至 37%。

① 在正态分布下，偏离 1 个标准差的发生几率是 1/3，偏离 2 个标准差的几率是 1/20，偏离 3 个标准差的几率则为 1/100。如果一年以 250 个交易日计算，8 个标准差的偏离每 3 万亿年才会出现一次。而偏离 25 个标准差的情形则是不会发生的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果投资者严格奉行再平衡的策略，那么，股市崩溃后的资产配置应该与崩溃前类似。即使是将 1987 年 9 月和 1987 年 11 月的资产配置情况做一个最粗略的对比，我们也不会发现一点再平衡行为的迹象。股票比重从 28%跌至 22%，几乎比两个月前下降了 1/4。股市崩溃使人们对债券重拾信心，其比重从 30%升至 32%。货币市场基金被视为安全的避难所，它在共同基金资产中所占的比重从 37%增至 42%。如表 5.1 所示，在短短两个月的时间里，投资者大幅度减少配置到股票上的资产，转而投资债券和货币市场。

表 5.1　共同基金投资者对 1987 年股市大崩盘做出错误反应
共同基金的资产配置情况

	股票	债券	货币市场	其他
1987 年 9 月的配置情况	28.4%	30.4%	37.1%	4.1%
1987 年 11 月的配置情况	21.9%	32.3%	42.1%	3.8%
达到 1987 年 9 月资产配置水平共经历的月数	50	18	57	

来源：美国投资公司协会。
备注："达到 1987 年 9 月资产配置水平共经历的月数"反映的是相对于 1987 年 9 月时的资产配置水平，投资者分配在股票上的资金过少，而分配在债券和货币市场上的资金过多这一情况所持续的时间。

从共同基金的资金流入与流出的变化也可以看到类似的情况。1987 年 7 月，股票市场迎来牛市期第 5 年，这 5 年内股市上涨了近 4 倍，如此强劲的股票市场激起了投资者的贪欲，表 5.2 中资金流动的相关数据就说明了这点。在 1987 年股市崩溃的前 6 个月里，投资者的赚钱欲望使得 170 多亿美元净资产流入股票型共同基金，而在债券和货币市场上的资金净流出分别为近 60 亿美元和 70 多亿美元。在股市崩盘后，情况发生了变化，贪欲变成了恐惧。投资者在股票型基金和债券型基金上撤出的资金分别达 100 多亿美元和 30 多亿美元。对安全感的寻求使货币市场基金成为唯一的受益人，它吸收到了 290 多亿美元的资金。投资者在股灾前以高价买入并在股灾后以低价卖出，这种方法不可能带来满意的结果。上述关于资产配置和资金流动情况的数字都表明在股灾刚发生之后，投资者没能进行再平衡。事实上，这些数据表明共同基金的持有者在牛市买进，并在熊市卖出，这加剧了股灾带来的负面影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5.2 投资者在 1987 年股灾前后高买低卖(百万美元)

	股票	债券	货币市场
股灾前 6 个月的资金流动	17,274	−5,916	−7,269
股灾后 6 个月的资金流动	−10,379	−3,029	29,025

来源:美国投资公司协会。

1987 年 10 月的股灾使得人们由于恐惧而突然规避风险,使投资组合在之后数年都受到损害。在这次股市崩盘后,投资者以极为缓慢的步伐重新进入股市。直到 4 年以后,共同基金资金中的股票份额才回到股灾前的水平。直到近 5 年后,货币市场的资产才下降到股灾前的水平。在有史以来最强劲的一段牛市期里,共同基金投资者持有的投资组合却是重现金轻股票的。

投资者对互联网泡沫的反应

在20 世纪 90 年代末股市泡沫导致的通货膨胀和通货紧缩期间,投资者对共同基金的资产配置情况也得到了同样低的分数。在牛市期,共同基金投资者不断减少投资到债券和货币市场上的资金来增加股票头寸。以 1993 年到 2000 年期间为例,投资者配置于股票上的资产比重在 1993 年到 1994 年为 30%, 在 1995 年到 1997 年为 40%,在 1998 年和 1999 年为 50%,在 2000 年股市最高点时超过 60%。债券头寸减少使股票头寸得以增加, 因为固定收益资产的比重在 1993 年为 30%,在 1994 年到 1995 年降为 20%。从 1996 年到 1999 年降为 10%。而在 2000 年 3 月疯狂的股市到达最高点时下降幅度达两位数, 到达最低点。货币市场头寸的下跌与债券头寸的情况稍好一点,1993 年时 30%多,而 2000 年股市最高点时降到 20%以下。

从 1993 年到 2000 年,共同基金的股票头寸几乎翻倍,而债券和货币市场头寸则几乎都减半。在牛市后期,投资者以两种方式接受更高水平的风险。第一,在估值的角度看,股票价格上涨使其安全性更加脆弱。在 2000 年 3 月的股市最高点,投资者将最大数额的资产置于最大的风险之下。

随着股市最高点过后股价缩水, 股票的持有量也大幅下降。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年 3 月时达到最高的 60%多的高点，而到了 2003 年 3 月则下降到 40%稍多一点。债券头寸再现辉煌，从 2000 年 3 月的 11%爬升至 2003 年 3 月的 19%。货币市场所占比重也从 2000 年的 23%一跃升至 2003 年 3 月的 35%，这是 10 年来出现的最高水平。投资者减持价格已变得更为廉价诱人的股票资产，面对下跌的股价做出这种回应是绝对荒谬的。图 5.1 为我们描述了这件令人悲哀的事情。

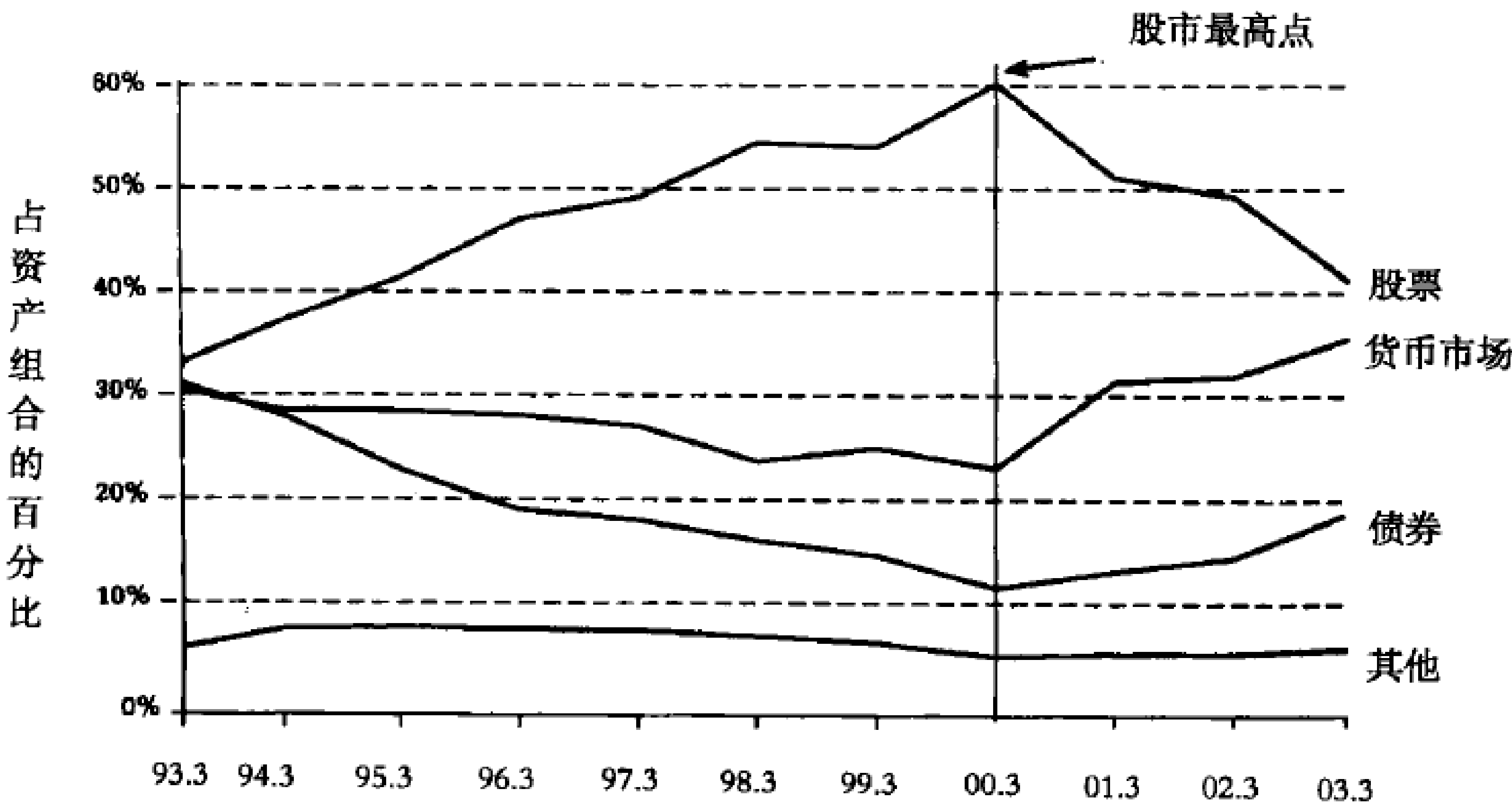


图 5.1 共同基金投资者被互联网泡沫所欺骗共同基金的资产配置情况

来源：美国投资公司协会。

让我们看一下 2000 年 3 月股价达最高点的前后 3 年里，资金流的构成情况，首先应注意到，共同基金净入流在股市最高点前 3 年为 1.6 万亿美元，而在之后的 3 年则减少为 1.1 万亿美元，后泡沫时期的投资者对持有共同基金份额的兴趣明显下降。第二点是要注意到投资者的风险偏好发生了巨大转变。如表 5.3 所示，在牛市期的最后 3 年里，流向股票的资产占到了资产总流入量的 46%，而债券则只占到 10%。在接下来的 3 年熊市期，股票和债券的地位发生了互换，债券占到了资金总流入量的 32%，而股票则只占到 21%。在互联网泡沫出现之前，共同基金投资者以浩大的声势高价买入，而在泡沫发生后他们则突然减少了购买。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 5.3 在互联网泡沫期间投资者没能进行再平衡流向共同基金的资产
（以百万美元计算，占总资金流的百分比）

	股票	债券	货币市场	其他	总计
2000 年 3 月 31 日	729,158	158,000	695,080	21,519	1,603,756
股市最高点前 3 年的资金流	45%	10%	43%	1%	
2000 年 3 月 31 日	225,859	351,156	484,380	33,083	1,094,479
股市最高点后 3 年的资金流	21%	32%	44%	3%	

来源：美国投资公司协会。

共同基金的现金投入也是类似的情况。投资者对 20 世纪 90 年代末的疯狂牛市做出回应所用的时间比股东对 1987 年股市崩盘做出回应所用的时间更长，方式也更为缓和。股市在经历了 5 年多的牛市期后，1987 年 10 月股价出现持续暴跌，极度恐慌的投资者对此迅速做出回应。与此相反，2000 年后出现的股价下跌程度虽然较轻，但接下来股票价值逐步恢复到 20 世纪八九十年代的水平却多用了很长一段时间。这次牛市的持续时间特别长，造成了投资者相信股票热会长期存在。投资者认识到股价在上涨后总是跟随着下跌，并对买跌的行为进行奖励。在 2000 年 3 月股价到达最高点之后的一段时间内，投资者继续将钱投入到股市中，希望能在上涨的股票中短线获利。在经历了数月的失望之后投资者才最终认输，其标志是 2002 年股票型共同基金遭遇大额净流出。面对股市泡沫和崩盘，投资者的反应不管是像 1987 年时那样迅速，还是像 21 世纪初时那样迟缓，都会损害投资组合的收益。

个人投资者对投资组合资产配置漠不关心

由于很难找到关于个人投资者资产配置的可靠数据，个人的再平衡行为也就不大容易理解。2001 年，在投资巨头 TIAA-CREF 的投资计划参与者中随机挑选 16,000 位所做的一项研究，为资产配置和再平衡策略提供了非同寻常的线索。此项研究的作者是约翰·阿莫里克斯和斯蒂芬·泽尔德兹，他们使用“独特的综列数据集”来密切关注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者多年来的资产配置决策。TIAA-CREF 主要是为教育机构的教职员工和管理人员管理着一系列固定缴款的资产。

TIAA-CREF 的投资者是一批受过高等教育、见识极其广博并且非常熟悉金融知识的人，但是这项研究所针对的投资者中很少有人会定期变更投资组合的资产配置。在 10 年的时间里，47%的个人没有对将资金投入哪种资产做出任何改动，有 21%的投资者只做过一次改动。换句话说，在这 10 年中，接近 70%的投资者对新注入资金的配置没做过什么改动，即使有，也是极小的改动。

事实证明，对现有资产的配置也出现类似的情况。大约 73%的投资者在 10 年内没做过任何改动，有 14%只做过一次改动。也就是说，接近 90%的投资者没变更过现有投资组合的资产配置，即使有，也是极小的变动。

很显然，在 TIAA-CREF 管理下的资产只是投资者投资组合的一部分。再平衡的行为可能会发生 TIAA-CREF 投资组合以外的资产上，而这是阿莫里克斯和泽尔德兹的研究没有发现的。但是，TIAA-CREF 管理下的资产可以递延纳税，这个特点为再平衡提供了理想环境，这意味着如果投资者要进行再平衡，那他们就会使用自己的 TIAA-CREF 账户。阿莫里克斯和泽尔德兹的证据让人对绝大多数投资者没有进行再平衡这一观点产生强烈怀疑。

再平衡行为的欠缺表明投资者任由投资组合随市场的变化而变化。投资专家马丁·L·莱博维茨和布莱特·哈蒙德写的一篇论文中的数据展现了 TIAA-CREF 参与人的资产配置变化情况，如图 5.2 所示。TIAA-CREF 的投资者在 20 世纪 90 年代初开始投资时，分配到股票和固定收益产品上的资产数量差别不大。在 20 世纪 90 年代，股票的牛市使得这些参与人增加了投资组合中的股票份额。到 1999 年，固定收益产品在总资产中的比重降到大约 30%的最低点，而股票则达到大约 65%的最高点。TIAA-CREF 的参与人显然是在让资产配置随市场而变化。结果，股票的持有量也随市场到达了最高点，不久投资者就在最敏感的时期置身于最大的危险之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

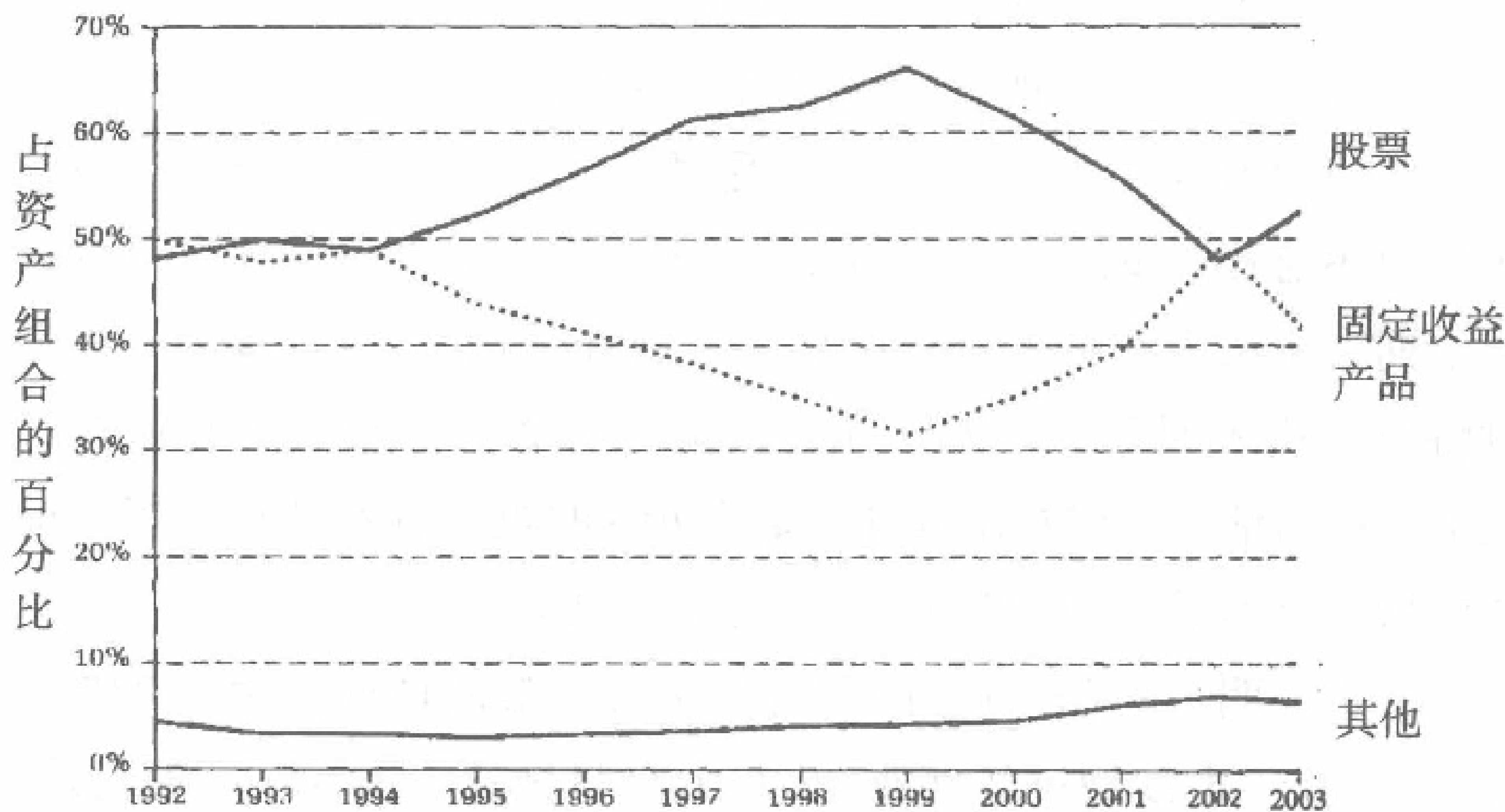


图 5.2　投资者让过山车一样的市场决定资产配置

来源：马丁·L·莱博维茨和布莱特·哈蒙德.变化多端的投资模式.投资组合管理，总第 30 期，第 3 期(2004 年春)。
备注：数据反映了截至 12 月 31 日的资产配置。

随后的熊市对股票造成了沉重打击，TIAA-CREF 的参与人也因此遭受了巨大痛苦。在股市最高点过后，投资者继续任由市场支配资产配置，因为在 1999 年到 2002 年间，股票的比重由债券的两倍逐渐变为 20 世纪 90 年代初时与之大致相等的水平。TIAA-CREF 的参与人并没有从 20 世纪 90 年代的经历中学到什么，在 2003 年股市复苏之后他们又再一次增加了自己的股票头寸，这为又一次的过山车之旅做了准备。市场力量为 TIAA-CREF 的参与人提供了一次疯狂之旅。

再平衡的收益和风险

当市场出现过度波动时，再平衡能够提高投资组合的收益。根据耶鲁大学经济学家罗伯特·希勒的描述，市场价格的波动能够反映公司利润和利率等证券价值基本驱动因素的变化，而过度波动这种经济现象则是指市场价格波动过大，超过了必要。由于股价往往是在公平价值上下波动，过度波动可以让进行系统性再平衡的投资者低买(在股价相对下跌时)和高卖(在股价相对上涨时)。

让我们看一下 TIAA-CREF 的参与人在 1992 年底到 2002 年底的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经历。配置在固定收益产品和股票上的资产在这段时期之初大抵相等，在股票牛市以后出现差异，到2002年底又恢复到大致相同的水平。为了验证TIAA-CREF的参与人在让市场波动决定资产配置，我们比较一下他们在每一年的股票和债券的实际组合情况和未进行过再平衡的投资组合中股票和债券的组合情况。未进行过再平衡的投资组合开始出现于1992年底，在TIAA-CREF最初的资产配置中，股票占49%，固定收益产品占51%。在这项研究进行的10年间，未进行过再平衡的投资组合在自动导航器的引导下进行操作，即每种资产类别是增还是减由其各自的业绩所决定。表5.4说明，TIAA-CREF的实际资产配置能反映出未进行过再平衡的资产配置情况。在这10年中，这两种投资组合有3年是恰好相同的；有3年只有一个百分点的差异，有3年出现了两个百分点的差异，剩下的1年是3个百分点的差异。TIAA-CREF参与人的资产配置情况和未进行过再平衡的投资组合具有很强的相似性，这就表明TIAA-CREF的参与人没能对投资组合进行再平衡。

再假如这些参与人决定进行再平衡，而不是任由市场支配资产的配置。对一个由51%的固定收益产品和49%的股票组成的投资组合，每年对其进行一次再平衡将会带来很有意思的结果。首先，也是最重要的是，再平衡的投资组合减少了资产配置的年度变化，也就降低了风险特征的波动性。其次，再平衡的投资组合可以创造更多的财富。对于随市场形势而动的投资人与主动进行再平衡的投资人，虽然他们的投资组合资产配置情况在1992年12月开始时大致相同，到2002年12月结束时也大致相同，但由于主动进行再平衡的投资人做到了低卖高买，他们构建的投资组合风险更低收益却更高。

能使投资组合具备想要的特征是再平衡带来的最为重要的结果。未进行过再平衡的投资组合会经历很大的价值波动，与此相反，再平衡的投资组合在收益方面则要稳定得多。如表5.4所示，未进行过再平衡的投资组合像兔子一样，在1999年财富乘数达到最高的2.59，而此时再平衡的投资组合则像乌龟一样，财富乘数仅为2.40。缺乏再平衡会导致极高的风险性。由于未进行过再平衡的投资组合在1999年底时将70%的资产配置到了股票上，熊市带给它的痛苦更大，其财富乘数从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.59 降到了 2002 年底时的 2.19。再平衡的投资组合遭受的损失则要少得多，其财富乘数从 1999 年底的 2.40 降为 2002 年底的 2.29。

表 5.4　再平衡缓和了市场周期

	TIAA-CREF 投资组合的资产配置			未进行再平衡的投资组合的资产配置			再平衡投资组合的资产配置		
年份	股票	固定收益产品	财富乘数	股票	固定收益产品	财富乘数	股票	固定收益产品	财富乘数
1992	49%	51%	1.00	49%	51%	1.00	49%	51%	1.00
1993	51%	49%	1.11	49%	51%	1.11	49%	51%	1.11
1994	50%	50%	1.09	50%	50%	1.09	49%	51%	1.09
1995	55%	45%	1.39	54%	46%	1.39	49%	51%	1.39
1996	58%	42%	1.57	58%	42%	1.57	49%	51%	1.55
1997	62%	38%	1.92	62%	38%	1.91	49%	51%	1.87
1998	64%	36%	2.27	65%	35%	2.26	49%	51%	2.18
1999	68%	32%	2.60	70%	30%	2.59	49%	51%	2.40
2000	64%	36%	2.52	65%	35%	2.50	49%	51%	2.44
2001	58%	42%	2.41	60%	40%	2.39	49%	51%	2.40
2002	49%	51%	2.23	52%	48%	2.19	49%	51%	2.29

来源：TIAA-CREF
备注：未进行再平衡的投资组合的资产配置和再平衡投资组合的资产配置反映出了作者的推测。

最终，再平衡的投资组合带来的收益不仅更高，而且更稳定。在这 10 年快结束时，再平衡的投资组合所产生的年收益率为 8.6%，财富乘数为 2.29。而未进行过再平衡的投资组合带来的年收益率为 8.2%，财富乘数为 2.19。TIAA-CREF 参与人的资产配置带来了 8.4%的年收益率和 2.23 的财富乘数。再平衡带来了更高的收益和更低的风险，就像《伊索寓言》里的故事一样，再平衡这只“乌龟”战胜了违反纪律的“兔子”。

在证券价格出现过度波动时，如果顺其自然的再平衡投资组合在资产配置开始和结束之时能恰好相同，那么再平衡带来的收益上的好处将会体现得非常明显。在 TIAA-CREF 的例子中，开始时和结束时的点数就是相同的，这就突出强调了再平衡行为在控制风险方面的好处和提高收益的能力。

与 TIAA-CREF 的例子不同，未进行过再平衡的投资组合常常会带来高于再平衡投资组合的收益。在高预期收益的资产类别确实能产生高收益的情况下，让我们评价一下投资组合让市场力量决定资产配

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

置的意义。随着时间的推移，高收益率的资产类别会在顺其自然的投资组合中增加资产份额，这会带来更高的投资组合收益，并产生更多的财富。如果高预期收益的资产类别真的实现了预期的收益水平，尽管要承担更高的风险，但未进行过再平衡的投资组合也将会实现更高的收益。

接受未进行过再平衡的投资组合变化多端的风险水平完全是一种非理性的投资组合管理方法。1999 年 TIAA-CREF 的参与人将 68% 的资产配置到了股票上，如果投资者对这种投资组合所带的风险感到安心的话，那他们早就应该将持有的股票提高到那个水平，并在股票上获得更高的收益。如果投资者能够保持这么高的股票持有量，并在整段时间进行再平衡，那么，即使要承担熊市所带来的不幸后果，他们也将会实现 2.33 的财富乘数。让投资组合的风险特征随着市场的起落而变化是没有意义的。一直维持某种风险水平的投资者在 1994 年到 1999 年以牛市的价格有步骤地卖出股票并从中获利，在 2000 年到 2002 年又按熊市的估值谨慎地买入股票并同样从中获利。理性的投资者会进行再平衡。

再平衡行为减少了投资组合因股市波动而造成的变化。当股票相对于债券升值时，努力进行再平衡的投资者就会卖出股票而买进债券以使资产配置恢复到目标水平。相反地，如果债券相对于股票升值，他们将会卖出债券而买进股票。在 20 世纪 90 年代的整个牛市期里，再平衡要求投资者卖出迅速升值的股票而买进升值速度较慢的债券。以 2000 年市场处于顶峰时的角度来看，再平衡削弱了前 10 年的收益，因为它要求投资者有步骤地卖出股票。

以 2002 年后泡沫时期的角度来看，风险控制被证明是有益的。由于股票的熊市使股票型投资组合的价值不断减少，再平衡投资组合的业绩要远远高于那些随市场而变动的投资组合。即使再平衡有时候在短期内似乎是要付出代价的，但是，通过维持某些资产配置目标不变，投资者可以使自己置身于预期的风险水平中，并使自己获得长期的成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实时再平衡

经常进行再平衡能使投资者保持在一个固定不变的风险水平，并利用证券价格过度波动所创造的收益机会。而且，实时的再平衡往往成本更低，因为事实证明，这些交易一般都能够适应市场。经常进行再平衡的投资者会在下跌时立刻买进并在上涨时立刻卖出，这两种情况都为那些奉行与此相反的主流投资方法的交易者提供了流动性。虽然只有很少的投资者有时间和勇气来进行实时再平衡，但是，看一下大力进行再平衡的好处就能理解这一策略的价值所在。

让我们看一下耶鲁大学的再平衡行为。耶鲁大学拥有很多其他大多数投资者所没有的优势。这所大学的捐赠基金可以享受免税的待遇，并且能在实现收益且不增加税赋的情况下进行经常交易。一个由投资专家组成的经验丰富的团队每天管理着这些资金，这为全体工作人员进行集约化管理提供了支持。耶鲁大学的特殊税收待遇和尽职尽责的投资人员使其能够进行实时再平衡。

耶鲁大学在 2003 年 6 月 30 日前一年的财政年度进行的交易活动可以让人理解再平衡的潜在重要性。根据威尔希尔 5000 指数，美国股市在这一年的总收益率为 1.3%。对投资组合的资产配置进行了年度回顾的投资者可能不会采取什么行动来对持有的国内股票进行再平衡（除非其他资产类别的收益使得国内股票的比重发生巨大改变），事实上，耶鲁大学的投资组合在这一财政年度的总收益率达到 8.8%，这就说明投资组合的资产配置需要一定的稳定性，并要求每年对其进行适度的再平衡。

在耶鲁大学的 2003 财政年度中，表面看似平静的股市隐藏着一些强劲的暗流。股市在 2003 财政年度初崩溃。7 月，威尔希尔 5000 指数由顶峰跌落至谷底，下降幅度大于 18%。股市随后发生反弹，在第二年 8 月即恢复到 7 月的最高点，收益率大于 19%。股市在第二年 8 月到达顶峰后又一次下跌，到 10 月 9 日时下降幅度大于 19%，达到这一财政年度的最低点。那些隐藏的暗流继续搅乱股市，在 3 月下跌 14%之后，到 11 月又上涨了 21%。在 6 月中旬，一股强劲的力量又将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场提升了27%，达到这一财政年度的最高点，之后市场在这个财政年度底又滑落到年初的起始水平。

市场的波动性为进行再平衡交易提供了大量机会。每一次大跌和每一次大涨都使投资者能够买进已跌到谷底的股票，并卖出已涨到顶点的股票。在这所大学的2003财政年度中，再平衡带来了大量能够获利的交易。

当然，在每个交易日，耶鲁大学都会估计捐赠基金每个组成部分的价值。当有价证券（国内股票、国外发达市场股票、新兴市场股票和固定投资产品）偏离了资产配置的目标水平时，这所大学的投资部门就会采取措施将资产配置恢复到目标水平。在2003财政年度，耶鲁大学执行了大约38亿美元的再平衡交易，其中约有一半是买进，另一半则是卖出。再平衡带来的净利润达到2600万美元左右，比价值16亿美元的国内股票投资组合所带来的收益高出1.6%。

即使再平衡的利润对投资者来说是一笔不错的意外收获，再平衡的根本动机还是为了遵循长期的政策目标。在一个经过了深思熟虑的政策投资组合中，再平衡能使预期的风险水平维持不变。在控制风险的同时带来利润可谓是一种最佳组合。

有勇气每天对投资组合进行再平衡的机构投资者寥寥可数，个人投资者就更少得可怜。但是，不管再平衡的频率是多少，遵循资产配置目标既是一种控制风险的重要方法，也是一种提高收益的宝贵工具。考虑周到的投资者会使用再平衡的策略来实现资产配置的政策目标。

本章小结

在投资组合的管理过程中，根据长期政策目标进行再平衡发挥着关键作用。除非投资者采取行动来增加持有量不足的资产类别并削减持有量过高的资产类别，否则，实际投资组合的特征将与目标投资组合的特征出现差异，从而使投资者预期的风险收益特征与意想之中的出现偏离。谨慎的投资者会进行再平衡。

虽然再平衡是一种重要的投资组合管理工具，理性的投资者也应该密切关注再平衡交易所带来的税收后果。如果使用递延税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



账户进行交易或增投资金到持有量不足的资产类别中，投资者可以在不负纳税义务的情况下实现投资组合的目标。如果再平衡交易会增加税负，那么投资者必须在确定的税收成本和不确定的投资组合收益之间做一个权衡。通常投资者会选择让资产配置略微偏离目标水平，以避免增加头寸带来的税收。

再平衡迫使投资者采取与大众相反的行动。当某一资产类别的业绩相对较差时，再平衡要求对它进行补偿性买入。而当某一资产类别的业绩相对较好时，再平衡则要求对它进行补偿性卖出。在正常的市场条件下，进行再平衡的投资者稍微有些逆潮流而动，与传统观念多少有些不一致。

在严峻的市场压力下，再平衡表现为果断的异常行动。股市崩溃要求投资者在看空情绪浓厚的环境下大量买进，股市泡沫则要求投资者在弥漫着看涨情绪的环境下大量卖出。在特别的市场条件下，进行再平衡的投资者必须表现出非同寻常的决心和毅力。

虽然再平衡对有效的投资组合管理非常重要，但大部分投资者似乎并不关心这个过程。有证据表明，最好的情况是投资者任由投资组合随市场的涨落而变化，某种产品的业绩如果相对较好就增加它的比重，如果相对较差就减少它的持有量。最糟糕的情况则是投资者胡乱行事，追逐业绩好的产品而回避业绩差的产品。高买低卖绝不是取得投资成功的好方法。

虽然再平衡的主要动机是为了忠实于政策性资产配置长期目标的风险和收益特征，在过度波动的市场上，再平衡可能会提高收益。如果证券价格的波动超出了反映市场基本面变动所需要的程度，投资者就有机会低买高卖，从而提高投资组合的整体收益。

在投资组合的季度、半年或年度回顾中，理性的投资者会考虑再平衡所需要的条件和机会。条件源于市场引发资产配置发生变动。机会则源自税收的形成、用递延税账户进行交易以及现金流的配置。抓住可用的机会来向目标资产配置靠近，投资者的投资组合就可以实现长期的投资目标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分
证券选择

part three：Security Selection

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导 读

个人投资者既没有时间也没有资源对有价证券投资组合进行成功地主动管理。经验丰富的机构投资者主导着有价证券领域，他们大力竞争去搜寻那些为数不多的在风险调整后能有超额收益的证券。那些试图与资源丰富的货币管理组织竞争的个人，只不过是为这些庞大的机构提供了饵料而已。

在个人证券选择的游戏中，有人认为个人是在进行一场极不公平的竞争，认可这种观点的传统回应是“如果不能打败他们，那就加入他们”。谨慎的投资者希望共同基金投资能通过为机构级的投资管理服务提供平等定价从而整平比赛场地。悲哀的是，个人投资者的这些愿望一直都没能实现。

主动管理的基本目标是提供超过市场平均水平的收益，但共同基金业一直都没能实现这一目标。根据一项结构严谨的学术研究所做的保守估计，在 10 到 20 年的时间内，如果计算税前收益，那么这一目标的失败率达到 78%至 95%。同样根据这项研究，计算税后收益的失败率更是高达 86%至 96%。如果忽略那些已倒闭公司的影响，也就是生存偏差，将使这一结果蒙上另外一层悲观色彩。华尔街公司征收的销售费用又进一步减少了成功的几率，投资者共同基金持有量的剧烈波动又是均衡几率减少的另一因素。根据本书第 6 章《共同基金业绩亏损》，投资者最后也没能在主动管理中取胜。

共同基金业不能带来诱人投资收益的原因，就在于它既作为受托人又追求利润最大化，这两者之间存在固有的冲突。为投资者利益服务和为自己赚钱之间的角逐还未开始，利润就已取得了巨大胜利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一冲突的关键在于委托人（共同基金投资者）和代理人（共同基金管理人）的目标存在分歧。低费用、低税收（相应地就是较低的投资组合成交量）和公平透明的协议将会使投资者获利，而高费用、高投资组合成交量（相应地就是高税收）和不公平不透明的协议将会使管理人获利。

费用是造成投资者愿望和实际业绩出现差距的重要原因。共同基金业征收各种各样的费用，包括前端费用、递延销售费用、法定管理费以及分销和销售核定额和奖金。支付给共同基金管理人的总报酬实际上保证了投资者将不能获得超越市场平均水平的投资收益。

投资组合成交量也是导致业绩下降的一个重要原因。成交量的直接成本来自于支付的佣金和对市场造成的影响，成交量的间接成本涉及到对已实现的资本收益要交纳的税收。在这样一个应课税账户占主导的行业中，投资组合管理人对共同基金的高成交量所带来的税收后果漠不关心，这是一桩可耻的行为，而投资者很少注意到这一点。

即使是指数型基金的投资者，也需要考虑投资组合成交量的影响。结构完善的指数，如标准普尔 500 指数（S&P500）和威尔希尔 5000 指数（Wilshire5000），就展示出低执行成本和低税收的特点。而结构不甚完善的指数，如罗素 1000 指数（Russell1000）和罗素 2000 指数（Russell2000），就呈现出高成本和高税收的特点。

2002 年，主动管理的中间成本达到总资产的 2.35%，其中 1.5%是管理费用，0.85%是交易成本。共同基金在 2002 年的成本高于 2%，而据前文提到的那项认真开展的学术研究披露，20 年来它的年度业绩亏损也高于 2%，这两者是非常一致的。第 7 章《共同基金失败的明显原因》得出的结论是：在效率极高的证券市场上，共同基金的经理人所损失的正是他们玩这场游戏所要付出的成本。

共同基金失败的原因并不是全都明摆在投资者面前的。很多秘密进行的交易活动都是直接损害了投资者的利益而增加了共同基金业的收入所得。

花钱才能参与，这导致了一系列战术的滥用，而这些都是普通投资者所不能察觉的。

共同基金管理公司向金融服务中介公司支付费用以巩固它们之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



间的不正当联盟，并向投资者清楚地表明：付费就能够优先购买中介公司提供的产品。结果，投资者不再持有那些对经纪人有利可图而且适合于个人的基金。

以旧价进行交易对共同基金业的好处，就在于可以在经验丰富而道德有问题的市场参与人那里吸引到大笔资金。以旧价进行交易的投资者，亦称择时交易者，为了争取共同基金管理人的配合，他们拿出需要交费的资产来提高共同基金管理公司的账本底线。择机交易者以直接损害小投资者为代价而获利。

21 世纪初共同基金业的丑闻曝光之后，该行业的发言人极力将这些被广泛报道的问题形容为“反常”，并辩解说共同基金在其很长的投资历史上可以说是“没有丑闻”的。但真相远非如此。事实上，在这个行业诞生之初，旧价就困扰着共同基金。一个不断重复的周期——承认问题、迟滞而无效的监管措施、行业改进——从 20 世纪 20 年代开始一直延续至今。事实证明，对于这些唯利是图的江湖骗子，监管机构根本不是他们的对手。

软性费用（soft-dollar）是投资界令人讨厌的薄弱环节，它应该取个更刺耳的名字才能反映出它描绘的那些佣金惹人讨厌的特点。软性费用交易的最简单的形式就是为证券交易交纳高于单纯执行成本的佣金，那些购买投资产品和服务的交易人要交纳软性费用。软性费用最初是为了规避固定交易佣金制度，这一制度在华尔街一直实行到 1975 年 5 月 1 日，后来却演变成了将成本从基金管理人转移到投资者身上的阴暗手段。具有讽刺意味的是，美国证券交易委员会并没有对软性费用进行抨击，反而为那些投资公司进行不利于投资者的活动提供了避风港。

共同基金业做出了很多令人不满的不透明行为，不但限制了投资者的选择，也减少了投资者的收益。第 8 章《共同基金业绩不佳的深层原因》描述了那些能带来利润却损害了投资者的行为——花钱才能参与、以过期价格进行交易和软性费用交易。

虽然主动管理取得成功的几率非常低，但一些共同基金公司已经做好了充分准备为投资者带来超越市场平均水平的收益。为投资者的利益服务，甚至以牺牲投资管理的利润为代价，这是管理人必须具

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备的最重要的特征。事实证明，在识别一流的投资管理人时，质量特征远比数量特征重要。

要在主动管理中取胜，最基本的要求就是选择一个能够超越代理人的角色，为委托人获利而采取行动的管理公司。由于委托人的定位要求共同基金管理人放弃利润以创造投资收益，而只有很少的公司能够符合这一要求。在追逐利润的投资管理业，忠实履行信托责任的情况是很罕见的。

要对管理共同基金投资组合的个人在品质和性格方面做出公正的判断，需要获得必要的信息，但几乎没有多少个人投资者拥有这种资源和机会。具有讽刺意味的是，投资者在找到了一只很值得持有的共同基金后，可能却会发现管理公司采取了标榜着有利于投资者的资产限制措施，停止向新投资者发行这只基金。根据第 9 章《在主动管理中取胜》的描写，挑选到能带来超越市场平均水平收益的基金管理人的情况是非常少见的。

交易所交易基金（ETFs），即在股票交易所进行交易的开放式基金，为希望进行被动管理的投资者提供了一种极具吸引力的投资选择。ETFs 可以进行实时定价，税率也更低，但是需要通过中介业进行申购和赎回。ETF 市场的主导产品与指数有关，与传统的共同基金市场相比，它包含了更多的理性投资产品。随着 ETFs 日益流行，华尔街做出的回应是发行了更多有缺陷的高费用投资产品。第 10 章《交易所交易基金》具体描写了 ETF，并概括地叙述了它在投资组合中的应用情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6 The Performance Deficit of Mutual Funds

第6章 共同基金的业绩亏损

共同基金为个人投资者日益增长的存款提供了一种重要的投资工具。近几十年来，家庭资产投入共同基金的份额已从微乎其微达到了相当庞大的程度。共同基金在提供退休收入方面发挥了关键作用，从公司主导投资的固定收益型养老金计划转向个人主导的固定缴款型养老金计划，使共同基金在投资界占据了空前重要的地位。

传统观念认为散户最成功的做法是将基金委托给对共同基金进行主动管理的专业投资人士，而不要试图自己挑选证券构造投资组合来与经验更为丰富的市场参与人竞争。共同基金投资的倡导者提出：共同基金的持有人如果与志趣相投的投资人共同购买基金，将有机会享受超越市场平均水平的投资管理，而这是小投资者所无法得到的。将成千上万的个人账户组合起来可以实现规模经济，并将使每个参与人都获利。

不幸的是，事实证明传统观念并不明智，主动管理型共同基金始终不能带来更高的收益，其税前收益比模拟市场、被动管理的基金少很多。税收使主动管理的投资组合产生了更令人沮丧的巨大差额。如果考虑销售费用，主动管理型共同基金的失败将会达到令人吃惊的程度。归根到底，主动管理只会给基金管理公司带来好处，却不会给投资者带来好处，在资产管理公司获利的同时投资者却遭受亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大背景

共同基金控制着美国金融资产的很大一部分。美国投资公司协会是共同基金业的一个贸易组织，根据该协会的估计，2003 年共同基金将大约 22%的资产投资于国内股票，剩下的 78%则投资于退休基金、保险公司、捐赠基金和家庭中。股票以 50%的份额主导着共同基金投资组合，紧随其后的是货币市场基金（28%）、债券型基金（17%）和混合型基金（6%）。总的看来，8126 只共同基金下有 2 亿 6100 万个账户，总资产大约价值 7.4 万亿美元。

进行主动管理的基金公司管理着共同基金的绝大部分资产。在 2003 年底，根据理柏（Lipper）的分类，多于 90%的共同基金试图获得超越市场平均水平的收益。如果再将定义限制为去除只进行被动管理、核心资产类别的基金，那么进行主动管理的基金总数就超过了 93%。

在过去 10 年里，被动管理型基金的比重有了大幅度增加。1993 年，理柏仅将 2.3%的基金确定为模拟市场型。1993 年，只有 1.6%的基金被限制定义为被动管理的核心资产类别。虽然在近年来增长很快，指数型基金仍然只占所有基金的很小一部分，有利于投资者的指数型基金所占的比重就更小了。

2003 年，5300 万家庭中的 9100 万人持有共同基金，这几乎占到了全国家庭总数的一半。与此相反，在 1990 年时，只有 25%的家庭持有共同基金，而在 1980 年仅有 6%的家庭持有共同基金，这就表明在过去的 20 多年里，共同基金的市场得到了很大拓展。美国投资公司协会断言共同基金的日益流行是由于它“集多元化、专业管理、流动性等于一身，既方便，人们又能买得起”。不管共同基金旗下资产增长的原因是什么，持有基金突然变得非常普遍，使得家庭金融资产增加了对共同基金的持有份额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

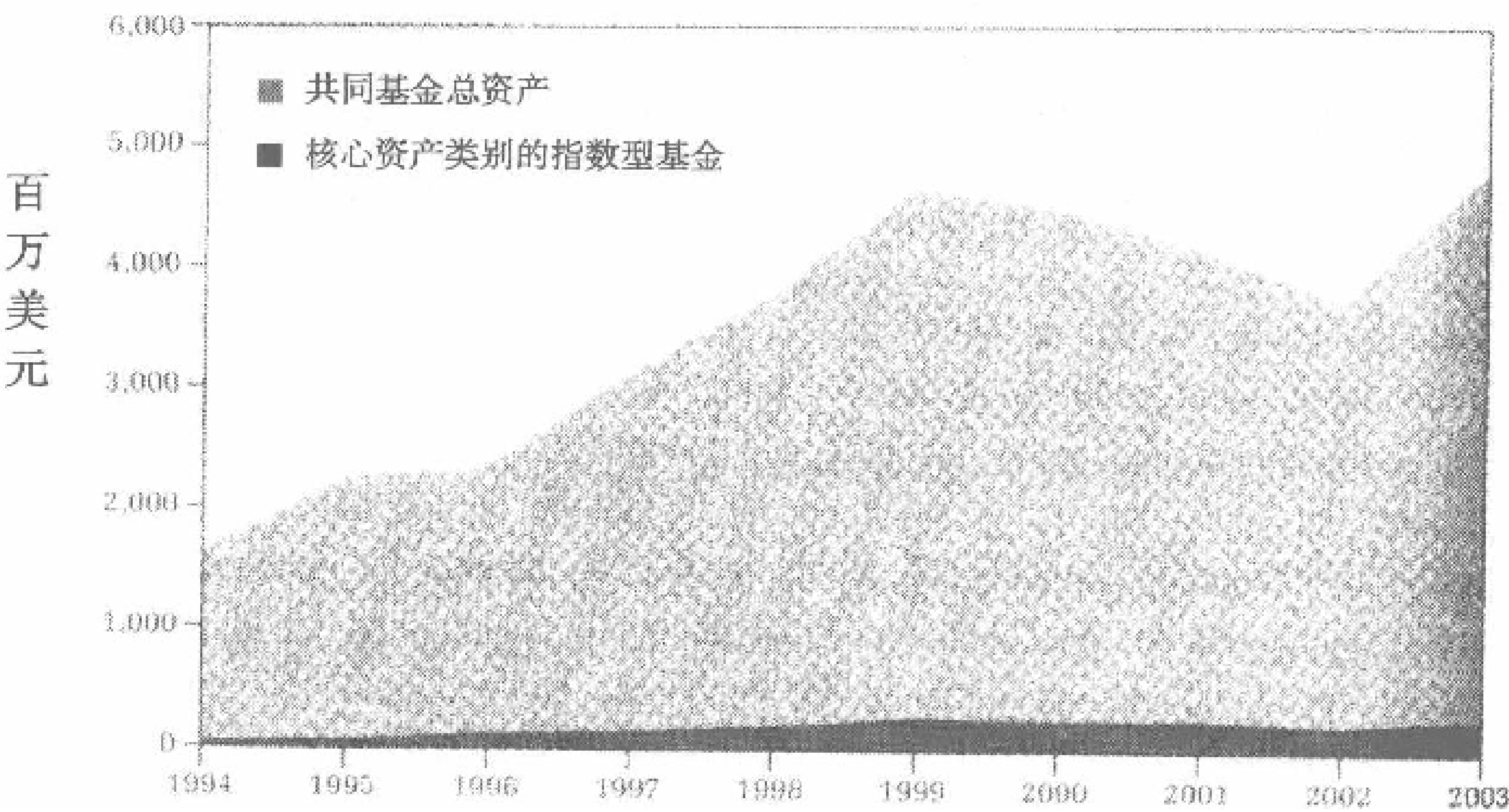


图 6.1 核心指数型基金的份额增加

来源：理柏公司的数据。

根据美国联邦储备委员会提供的资金流量数据，截至 2000 年 12 月 31 日的 20 年间，美国的家庭金融资产增长为原来的 5 倍还多。共同基金在家庭资产负债表中起着越来越重要的作用，在 1980 年时它只占到了几乎注意不到的 1.6%，而到 2000 年，它所占的份额已经增长了很多，达到 11.8%。尽管共同基金业的市场份额有了相对增长，直接持有股票和债券却吸引了更多的资金流入（增长了 8.6 万亿美元还多，而共同基金增长了 4.0 万亿美元），并且掌握着更大份额的家庭资产（占 29.3%，而共同基金只占到 11.8%）。

表 6.1 共同基金在家庭金融资产中的份额增加（以十亿美元计算）

	1980	1990	2000
总金融资产	6,638	14,861	33,950
存款（减去货币市场基金）	1,459	2,891	3,384
占总金融资产的百分比	22.0	19.5	10.0
债券和股票	1,301	3,338	9,947
占总金融资产的百分比	19.6	22.5	29.3
共同基金和货币市场基金	108	825	4,004
占总金融资产的百分比	1.6	5.6	11.8
其他金融资产	3,771	7,808	16,616
占总金融资产的百分比	56.8	52.5	48.9

来源：美联储。

备注："其他金融资产"包括信用保证金、人寿保险责任准备金、退休储备金、个人在银行的信托投资、非公司股票和其他各种各样的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

养老金计划也是推动共同基金业成长的一个重要因素。2003 年，共同基金占据了 12.0 万亿美元养老金市场的 22.5%，剩余部分则由养老金基金、保险公司、银行和经纪公司所掌控。共同基金管理着超过 1/5 的养老金，这就反映出公司主导投资的固定收益型养老金计划向个人主导的固定缴款型养老金计划（401（k）和 403（b）账户）转变的趋势。养老金占到了共同基金资产的 36.4%，也就是 2.7 万亿美元。

近几十年来，越来越多的雇主不再向雇员提供固定收益型养老金计划，而是提供固定缴款型养老金计划。在传统的固定收益型计划中，雇主承诺在雇员退休后将会获得固定金额的养老金。支持这些承诺的力量有养老金资产、赞助单位（公司、非盈利性机构或者政府）和非政府领域的养老金收益担保公司（PBGC）。养老金资产基本都得到了专业管理，这有助于为美国的工人提供保障。

当投入的养老金资产不足以履行支付固定养老金的义务时，不管是现在还是将来，要领取养老金的人都可以指望赞助单位的信用来履行支付承诺。当赞助单位无力支付时，他们还可以指望养老金收益担保公司。这样，固定收益型养老金计划可以为参与人提供三层保护网，分别是养老金资产、赞助单位的信用和 PBGC。

从固定收益型养老金计划向固定缴款型养老金计划的转变，对美国工人的退休保障有着重大影响。在某种程度上，公司希望避免固定收益型养老金计划造成的未来义务的不确定性，于是越来越倾向于向雇员提供固定缴款型养老金计划来满足他们的需要。在固定缴款型的养老金计划中，公司和雇员都将一定的资金投入到一个账户中，然后这个账户必须由雇员自己来管理。雇员不能再指望那一系列的安全网来保证他们得到固定收益，他们自己决定的储蓄水平通常都不周密，并时常在信息不畅的情况下进行投资选择，而这些却决定着他们的未来。不管在决策过程中多么费尽心机，固定缴款投资者的退休保障将随变幻莫测的市场而变化。

从固定收益型养老金计划向固定缴款型养老金计划的转变比较快速。1981 年时，养老金计划所惠及的工薪阶层中，大约有 90%可以享受固定收益型养老金计划带来的保障。而到 2001 年时，能够享受固定收益型养老金计划的工人比重已下降到 40%略多一点。与此相反，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

固定缴款型养老金计划的覆盖面已从1981年时的大约40%增长到2001年时的接近90%。很明显，美国的工人已经发现他们退休后的命运正越来越多地掌握在自己手中。

强迫个人承担退休储蓄的责任引发了很多严重的问题，首当其冲的就是他们并没有全部参与到固定缴款型养老金计划中来。根据2001年美联储所做的消费者财务状况调查，在有资格参与401(k)计划的工人中，超过1/4的人选择不参与。而在真正参与进来的雇员中，只有不到10%缴了最高数额的款项。当他们更换了工作时，已经积累的养老金计划资金中将有极大一部分被兑换成现金。没有了开始资产积累过程的种子，雇员面对的退休前景将非常暗淡。

一旦投资者预留出未来所需的一笔资金，如何投资这些资产的挑战又开始了。共同基金在向个人提供投资管理服务方面发挥着越来越重要的作用，投资者应该对此予以特别关注。尤其是随着公司和政府决定将退休保障的责任从雇主转移到雇员身上，共同基金的资产能否得到有效、合乎职业道德的管理，就与社会有着越来越重要的利害关系。不管投资者储备的这笔钱最终用途是什么，谨慎的投资者都会特别关注那些导致投资者的期待与基金管理人的愿望出现背离的各种矛盾和分歧。

共同基金的业绩

主动管理是一场“负和游戏”，股票型共同基金在近几十年来的收益情况就是一个典型例子。回想一下，主动管理人带来低于市场平均水平的业绩，两者的差额等于交易成本(市场影响和佣金)加上费用负担。在理论上存在的一种可能性是：共同基金作为一类产品，可能会呈现出更胜一筹的业绩，而市场上其他产品的业绩则要差一些，差额正好能抵消共同基金的较高业绩。但不幸的是，对美国共同基金投资者来言，美国的股市中并没有足够的猎物供基金管理人在主动管理中获利。事实上，共同基金管理人和其他经验丰富的市场参与人控制着总市值的很大一部分，以至于他们可以操控证券交易和定价机制。由于信息畅通的机构控制着市场，想要获得超越市场平均收益的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者作为一个群体，就可能面对不利的市场前景，亏损的数额正是进行主动管理的代价。

仔细看一下股票型共同基金的收益，从中得出的经验同样适用于其他的有价证券。例如，对外国股票和固定收益资产进行主动管理的公司和美国股票管理公司面对同样的"负和"投资环境。由于每种资产类别的影响因素不同，不同的资产类别业绩不佳的程度也有差异，但主动管理令人失望的投资结果已成为历史，而未来仍将如此。

在罗伯特·阿诺特、安德鲁·柏金和叶甲认真完成的一项研究中，他们考查了共同基金在 1998 年之前 20 年的业绩情况。表 6.2 总结出的结果表明，在这项研究涉及的 20 年里，一般共同基金的业绩比市场的平均水平（根据先锋 500 指数型基金来衡量）每年低出 2.1%。其中有 15 年的年平均差额是 4.2%，有 10 年的年平均差额是 3.5%，这让人更加失望，也使投资者的希望愈加渺茫。

表 6.2 共同基金的糟糕业绩与先锋 500 指数型基金相比

时间段	税前收益的差额（每年%）
10 年	3.5
15 年	4.2
20 年	2.1

来源：阿诺特等.投资组合管理，总第 26 期，2000 年第 4 期.
备注：这些收益没有反映生存偏差。数据反映的时间段截至 1998 年 12 月 31 日。

阿诺特团队的研究成果为避免对共同基金进行主动管理提供了初步证据。和其他的很多研究不同，阿诺特的这项成果使用来自投资者的结果作为衡量主动管理型基金成功和失败的基准。由于先锋 500 指数型基金的收益包括所有费用和开支的影响，其投资结果可以作为衡量其他基金业绩的合理标准。相比之下，许多研究在做业绩比较时，都是使用理论上的计算基准，而这种方法忽视了真实情况中的管理费用和交易成本等现象。

这 20 年里每年 2.1%的业绩差额有很大一部分是由于支付管理费用而导致的。在 2000 年，股票型共同基金的平均费率达到 1.35%，而先锋 500 指数型基金的费率还不到 0.2%。假定它们在这 20 年间的费用负担相对不变，那么费用差异就可以解释一半以上的收益差额。剩下的业绩差额则源自多种因素的共同作用，包括证券选择不当和管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理人盲目交易带来的成本(试图带来超越市场平均水平的业绩,却是徒劳一场),还有共同基金投资者不幸遭受到的各种诈骗。

对于那些不因平均业绩而退缩的投资者,表6.3概括了他们挑到一个市场赢家的可能性和平均胜率。在这20年的样本期内，只有22%的共同基金创造出了高于先锋500指数型基金的收益,更令主动管理人沮丧的是每年只有1.4%的几率挑选到市场赢家。共同基金中的绝大多数(78%)没有获得超越市场平均水平的收益,市场输家落败的劣势(每年-2.6%)超过了市场赢家胜出的优势(每年1.4%)

表6.3 共同基金投资者面临很低的获胜机会相对于先锋500指数型基金的税前收益(%)

时间段	获胜的可能性	平均胜出优势	平均落败劣势
10年	14.0	1.9	−3.9
15年	5.0	1.1	−3.8
20年	22.0	1.4	−2.6

来源:阿诺特等.投资组合管理,总第26期,2000年第4期。
备注:这些收益没有反映生存偏差。数据反映的时间段截至1998年12月31日。

15年的研究结果表明，挑到一个市场赢家的概率只有微不足道的5%,这使主动管理人的选择类似于将赌注下在一个跑道上没有希望获胜的选手身上。在命运的残酷安排下,对于那些有足够技巧(或运气)识别出共同基金中的市场赢家的投资者来说,他们的收益比起跑道上那些没有胜望的选手就要逊色得多,因为他们每年的平均胜率只有1.1%。足足95%的主动投资者败给了被动投资者，每年的收益比先锋500指数型基金少3.8%。10年期的数字所表现出的情况也类似,获胜的机会很低,赢家带来的收益不高,输家造成的亏损却是非常大。就像在跑道上一样,绝大多数的选手都是失败者。

税款和基金收益

共同基金管理人进行的拙劣交易，使应课税的投资者的情况更糟。对税款敏感的理性投资者会对投资组合的交易设置很高的障碍,因为,他们认识到了交纳税款对已实现的资本收益有不利影响。即便

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此，如表 6.4 所示，在过去的 20 年里，有 2/3 至 3/4 的共同基金资产被置于应课税账户中，很显然，共同基金管理人在管理这些钱时，把它们看成是不用交税的了。在对投资组合进行炒单的过程中，管理人自己获利却强迫基金持有人交纳税款。与此相反，被动管理下的指数型基金就展示出税率较低的特点。结果，主动管理型基金在税后收益上的差额普遍都要超过税前收益的差额。

表 6.4 大多数共同基金资产都被置于应课税账户中

年份	在应课税账户中的资产(%)
1992	73
1997	65
2002	67

来源：美国投资公司协会。

如表 6.5 所示，在 1998 年 12 月 31 日截止的 20 年里，阿诺特的研究发现，税后收益的差额为每年 2.8%，而税前的差额则为每年 2.1%。在其中的 15 年里，共同基金的表现令人非常失望，在税后收益上的差额为每年 5.1%，而税前的差额为每年 4.2%。对其中 10 年的研究结果表明，税前和税后收益的差额分别为每年 3.5%和 4.5%。不管以哪个时间段来衡量，共同基金业都没有很好地为那些应课税的投资者服务。

表 6.5 共同基金的税后收益令人失望与先锋 500 指数型基金的业绩相比

时间段	税后收益的差额(每年%)
10 年	4.5
15 年	5.1
20 年	2.8

来源：阿诺特等.投资组合管理，总第 26 期，2000 年第 4 期.
备注：这些收益没有反映生存偏差。数据反映的时间段截至 1998 年 12 月 31 日。

先锋 500 指数型基金的投资组合不会进行税收敏感型的投资，这使共同基金的情况更是雪上加霜。先锋 500 指数型基金的投资组合在成交量上一般较低，这使它具有了诱人的税收特点，而关注税收问题可以进一步地提高税后收益。例如，应课税的投资者在投资达到临界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规模而出现亏损时，他可以用已获得的收益买进另一种近似产品来取代赔钱的产品。虽然这一策略不属于管理指数型基金的死板规则，但对一个基本实行被动式管理的投资组合使用一些节税的交易规则可能会提高税后收益。

尽管先锋500指数基金作为一种投资工具在节税方面有局限性，但根据阿诺特的研究，它在20年里的税后收益比一般的共同基金每年高出2.8%。如图6.6所示，只有14%的基金税后收益较高，而胜出的优势平均每年只有1.3%。市场上的输家在数量上要大大多于赢家，而它们失败的程度更为严重，在税后收益上的差额达到每年3.2%。

表6.6 考虑税收后的获胜机会降低相对于先锋500指数型基金的税后收益(%)

时间段	获胜的可能性	平均胜出优势	平均落败劣势
10年	9.0	1.8	−4.8
15年	4.0	0.6	−4.8
20年	14.0	1.3	−3.2

来源：阿诺特等.投资组合管理，总第26期，2000年第4期.
备注：这些收益没有反映生存偏差。数据反映的时间段截至1998年12月31日。

15年的税后收益为反对主动管理型的共同基金提供了最为有利的证据。仅有4%的基金带来了超越市场平均水平的税后收益，而它们的领先优势也仅有0.6%。其余96%的基金都没能达到或超过先锋500指数型基金的收益水平，而落败的劣势达到了每年4.8%，这对财富造成了毁灭性的影响。阿诺特指出："如果从1984年开始，以相同数额的资金开始投资，那么15年以后，投资者投资于一只失败了的普通基金上的财富将会缩水一半，而这些钱如果用于投资先锋500指数型基金将会积聚出一笔财富。"极少数的赢家以微弱优势获胜，而大量的输家则以很大的劣势落败。

不考虑交易行为的税收后果，对应课税的共同基金资产进行管理是件可耻的行为，虽然显而易见却很少有投资者认真考虑过。一位严肃认真的受托人对应课税资产负有责任，并承认只有在非常特殊的情况下违背"卖出输家持有赢家"这一简单策略才是正确的。投资专家菲利普·费舍在谈到选择投资顾问时这样说道："如果他们在出现亏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



损时，即使亏损很小，也快速抽身，而放手让利润去增长，那就可以给他们高分。而如果他们在获利时快速抽身却任由亏损继续，那就不要靠近他们。”在共同基金业中，应课税资产占了压倒性的多数，但却很少有迹象显示它们会谨慎对待交易行为的税收后果，更别提忠实于投资者的利益了。

本章小结

共同基金在普通美国人的理财规划中起着越来越重要的作用。随着有史以来最大部分的家庭资产被托付给基金管理人，全社会对共同基金业的组织结构和投资结果更加感兴趣了。

拿养老金资产来说，社会问题就成为中心议题。在积累和管理养老金资产方面，个人发现强加在自己身上的责任越来越大，很多重大的挑战便随之产生。这些问题涉及提高雇员对固定缴款型养老金计划的参与程度，提高雇员的投资管理技巧，从而为固定缴款型的养老金计划提供一套富有活力的投资选择。有证据表明，由于储蓄率低、投资选择不理想和投资组合的执行情况较差，个人的退休收入很有可能会令其失望。

金融理论告诉我们：对有价证券实行主动管理是一场“负和游戏”，因为主动进行证券选择在费用、佣金和市场影响（这是玩这场游戏要付出的成本）方面肯定要低于被动选择。一些结构严谨的学术研究也证实了这一理论假设。罗伯特·阿诺特在2000年对美国股票型共同基金的收益进行了研究，结果显示：在20年的时间段内，它们的税前收益要比先锋500指数型基金的投资者每年低2.1%。接近90%的主动管理型基金没能达到先锋基金的市场模拟收益。信息灵通并且可以享受递延税的投资者得出了一个明显的结论：不要再观望那些低成本、被动管理的指数型基金。

由于共同基金管理人很少或者从不注意自己行动的税收后果，所以投资者的税后收益就更加惨淡。阿诺特的研究显示，共同基金在20年里的税后收益比先锋500指数型基金每年低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.8%，而先锋500指数型基金本身就不重视节税。超过85%的共同基金都没有达到先锋500指数型基金的税后收益水平。事实证明，税后收益的差额是令人震惊的，不但因为数额大，还因为它描述了大多数共同基金投资者的经历。理性的应课税投资者由此得出的明显结论是：投资那些成交量大、被动管理的指数型基金。

虽然阿诺特的研究为我们描述了一幅令人沮丧的景象，可事实证明，投资者的亲身经历要更加糟糕。阿诺特只研究了共同基金业造成的损失，而忽略了由经纪行业和投资者本身带来的损失。华尔街的经纪人征收前端费用或者递延销售费用，这就使已实现收益降到了阿诺特的研究所报告的水平之下。很多共同基金的投资者卖出令人失望的基金而买进更有希望的基金，这带来了相反的税收后果，超过了共同基金交易过于频繁造成的税收负担。买进基金的销售费用和炒单带来的税收负担，二者共同作用，减少了原本就很糟糕的投资收益。主动管理型共同基金的持有人几乎总会失败。

绝大多数共同基金投资者都受尽了共同基金业带来的痛苦。其中一些原因——高额费用、过度交易和资产膨胀——是造成业绩差额的明显原因。其他因素——不道德的佣金和不可原谅的分配制度——基本上仍然没引起人们的注意。仔细考查一下造成共同基金业绩差额的原因，可以支持赞成人们进行被动管理的论点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7 Obvious Sources of Mutual-Fund Failure

第7章 共同基金失败的明显原因

几乎所有的共同基金机构都面临一个妨碍共同基金为投资者效力的重大冲突。一方面，共同基金的管理者承担着为投资者提供优质投资管理服务的信托责任。另一方面，绝大多数共同基金机构的存在是为了获得利润，可能是为公众股东、私人所有者或者母公司，利益冲突无处不在。投资者希望交费低，而牟利者利益则需要高收费。需要纳税的投资者偏爱换手少的投资策略，以使应课税收益得以延期，而牟利者则沉醉于高交易额所带来的金钱和影响力。限制资产管理规模能使投资者获益，而牟利者却聚敛资产。投资者寻求公平透明的费用安排，而牟利者则在复杂而不透明的交易体系中茁壮成长。总之，公司获得的利润是以牺牲投资者的利益为代价的。

共同基金投资者所面临问题的症结在于，作为代理人的共同基金管理者与作为委托人的共同基金投资者之间存在着利益差异，收取费用的资产管理者是以侵害寻求回报的投资者为代价而获利的。这时，代理问题就产生了。简单来讲，委托人拥有资产，而代理人则在声称为委托人效力时榨取费用。资产拥有者总是会雇用各种代理人在投资管理的各个方面给予协助，包括雇股票经纪人来执行交易、雇分析师在选择证券时提出建议、雇金融顾问来制订投资计划，以及委托共同基金公司来管理投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



委托人和代理人在目标上也存在冲突。委托人希望为金融服务支付的费用是合理且由竞争所决定的，而代理人偏爱数额更大、透明度较低的薪酬方案。精明的资产所有者会雇用以委托人为导向的代理人，以减少冲突带来的不利影响，增加利益的一致性。

在投资管理费用上，代理人和委托人的目标迥异，因为高费用会增加代理人的收入而减少委托人的资产。在投资业绩强劲时，代理人和委托人的目标看起来是一致的，因为高额的收益不但为代理人带来了财富，也给委托人创造了业绩。当代理人吹嘘其优异的投资成果以吸引新的投资流入时，这种表面上的一致就不复存在了。因为基金规模是其业绩的大敌，资金的流入显然会减少未来的收益前景。落败的是共同基金的投资者，获胜的则是聚敛资产的经理人。作为代理人的共同基金经理，从作为委托人的共同基金投资者身上榨取租金，规模庞大的投资组合和过高的费用就是两种最显而易见的方式。

代理人承担委托人的角色有两种方式，把满足客户利益看得比创造利润更重要，或者通过联合投资来改变激励结构的基本性质。如果把客户收益置于利润最大化之上，代理人就会做出不同寻常的选择，即把客户收益看得比个人利润更重要。不幸的是，在金融服务业，极少有代理人抵制利润最大化行为这一经济学的 101 原则。如果代理人与委托人的资产进行联合投资，代理人就变成了委托人。联合投资的程度越高，经理人就越倾向于委托人，很少的代理人有办法（或者说渴望）让创造的收益多于收取的费用。除了代理人表现得像委托人这种罕见情况以外，投资者面临的挑战是要应对处于对立地位的代理人，这些代理人的获利是以损害投资者为代价的。

正如享受服务要支付费用一样，市场体系会将一些不可避免的代理成本强加给投资者。即使共同基金的费用减少了投资者的回报，在这些费用中，至少有一部分是支付基金管理薪酬所必需的。虽然竞争和规模经济等市场力量应该效力于限制基本金融服务的收费，但共同基金业似乎违背了这种经济规律，一年到头以损害客户为代价，无节制地榨取费用。除了这些显而易见的费用，投资者还不得不应付投资组合的资产增加和换手所带来的成本。明智的投资者会对全部的代理成本进行研究，并争取以尽可能低的价格享受优质的投资管理服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金的费用

共同基金投资者要为得到申购共同基金的特权支付多项费用。在投资初期，投资者为了得到基金份额，通常要支付佣金或申购费。佣金最高可达 8.5，有时会随投资规模和持有期的时间长短而变化。没有申购费的基金称为免佣基金。不管投资者是否选择前端收费，共同基金持有者总是会支付管理费以向投资顾问的投资管理服务支付报酬。在必要的管理费用之外，很多基金都会征收更多的费用，如 12b-1 费用(持续性销售费用)，来补偿基金顾问在营销和分销过程中的花费。细心的投资者会认真审视共同基金的费用安排。

申购费

在共同基金的营销和分销过程中，代理人和委托人之间的矛盾显而易见。共同基金有两种基本的形式，有佣基金和免佣基金。除了有佣基金要支付申购费之外，有佣基金和免佣基金没有什么系统化的差别。实际上，一项结构缜密的研究表明，有佣基金的业绩低于免佣基金，相差程度就是(高额的)额外费用。经纪人显然更喜欢销售有佣基金以收取高额的前端费用。信息灵通的投资者会购买免佣基金，以避免那些不能带来收益却被经纪人侵吞的费用，并获得更好的预期收益。

申购费给投资者的收益造成很大负担。1979 年，也就是推行 12b-1 年度营销费用之前，平均申购费竟然占资产的 8.5。到 1999 年，平均前端费用虽然降低了，但仍高达 4.75。前端费用的减少可能会使基金业的评论家得到这样一个结论：基金持有者的命运随着前端基金的减少而得到好转。然而两个相互抗衡的作用力否定了这个令人愉快的结论。首先，就 12b-1 年费取代前端费用来说，长期投资者的境况日益恶化，因为年费一年年地累积，最终施加给投资者的负担，要大于数额不菲却只需交纳一次的前端费用。其次，许多共同基金公司都采用附带延迟销售费用，即持有期短的基金持有人在赎回基金时支付费用，这样，短期投资者就不得不为自己的撤资付上一笔费用。收取申

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



购费和营销费的共同基金公司为进入和退出的长期和短期持有者们都施加了压力。

佩斯大学鲁宾商学院的马修·莫里(Matthew Morey)在调查了大量有佣和免佣基金后得出结论:免佣基金创造了更好的收益。莫里的这项研究审视了 635 只基金在 1993 年到 1997 年期间的收益情况,客观描绘了有佣基金所面临的尴尬境地:“有佣基金的平均前端费率为 5.14%,其中,平均费率最高的是股权收益基金。费率最高为 8.5%,最低为 1.5%,大部分有佣基金的费率在 4.50%和 6.49%之间。”这个样本包含 334 只免佣基金和 301 只有佣基金。

与以前对有佣基金和免佣基金的多项研究的结果不同,莫里在研究中纠正了那些业绩极差的基金的存活率。当基金的收益令人失望时,就会失去现有客户,也无法再吸引到新客户。共同基金公司通过变卖或兼并来消灭掉那些业绩不佳的基金,对市场更为敏感的有佣基金比免佣基金消失得更快也就不足为奇了。在莫里的研究过程中,19 只有佣基金消失, 相比之下只有 12 的免佣基金消失。通过调整所谓的“生存偏差”——持续存在的基金在投资收益上往往优于被注销的基金——莫里的研究在这一共识下得出来了结论:免佣基金的数量每年要比有佣基金多 11.8 到 11.5,有佣基金的不佳业绩(每年比免拥基金低 1.3%)差不多与 5 年持有期平摊下来的平均前端费率(每年 1.0%)相当。换句话说,如果不是因为有佣基金的成本更高,有佣基金和免佣基金是能够相互映射的。

管理费用

尽管精明的投资者可以避开佣金,但所有的共同基金持有者都要支付管理费用。在构成投资组合基本框架的各种资产类别中,理柏公司的数据表明:在 2003 年,以美元计算,货币市场基金的年度费率为 0.6%,全球股票基金为 1.15%,而重要的一般股票基金则为 0.91%。[①]

① 核心资产类别包括国内股票、国外发达市场的股票、新兴市场的股票、传统的固定收益债券、通胀指数债券以及房地产。理柏的数据涵盖了国外发达市场的股票、新兴市场的股票以及传统的固定收益债券和通胀指数债券。理柏没有把有价房地产证券单独划为一类。货币市场基金作为一种几乎无风险的投资工具,使投资者随着投资期限的缩短,减少了面对高风险投资组合的可能性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共同基金的费用侵蚀了资产收益的很大一部分。

理柏收集的费用数据包括管理费用、非管理费用和 12b-1 费用。对一般股票基金来说，为“投资组合管理和经营”支付的费用占总金额的 58%；后勤上的非管理费用，如“过户代理人、保管银行以及法律事务”等，占总金额的 20%；用于“推进分销”的 12b-1 费用占总金额的 21%。

理柏的数据显示，一般股票基金近年来的费率在 0.86%到 0.93%之间，而目前是 0.91%。全球股票基金的费率一直都遥遥领先，在 1.12%和 1.15%之间波动。货币市场基金的费率从 1999 年到 2003 年间变动不大，一直都在资产总额的 0.60%左右徘徊。应课税固定收益基金的费率则呈现下降趋势，从 0.81%降到 0.75%。理柏的费用数据显示了一种令人苦恼又难以解释的现象，那就是共同基金投资者承担着巨大的费用负担。

表 7.1　共同基金的费率呈现出稳定性以美元计算的总费率（占资产的百分比）

年份	一般股票基金	全球股票基金	应课税固定收益基金	货币市场基金	加权平均成本
1999	0.86	1.15	0.81	0.60	0.69
2000	0.89	1.12	0.78	0.60	0.71
2001	0.92	1.13	0.76	0.61	0.70
2002	0.93	1.15	0.75	0.60	0.67
2003	0.91	1.15	0.75	0.60	0.66

来源：理柏公司《2003 年共同基金业的全球性主题》。
备注：表中 2003 年的数据对原始报告进行了更新。

虽然以美元计算的费率数据显示：投资于核心资产类别的共同基金整体保持了相对稳定的费率，但平均费率却并不如此。平均费率衡量的是一般基金所承担的费用，不管它的规模有多大。如表 7.2 所示，所有资产类别的平均费率都呈上升势头，包括应课税的固定收益基金。不幸的是，稳定的总费用和日益增长的平均费用同时出现是由于投资者将更多的资产集中于规模更大、费用更低的基金上。这种情况对试图打败市场的投资者是不利的，因为大型基金的规模是主动管理之战的支柱。根据理柏公司以美元计算并同等加权的数据来看，近年来投资者在两剂毒药中不得不选择其一：高费用带来的负担或者大规模投资组合带来的拖累。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.2 核心资产类别的平均费用上升平均费率(占资产的百分比)

年份	一般股票基金	世界股票基金	应课税固定收益基金	货币市场基金
1999	1.32	1.75	0.93	0.67
2000	1.33	1.70	0.95	0.68
2001	1.36	1.75	0.97	0.70
2002	1.42	1.80	0.97	0.70
2003	1.45	1.80	1.00	0.70

来源:理柏公司《2003 年共同基金业的全球性主题》。
备注:表中 2003 年的数据对原始报告进行了更新。

把整个基金业的平均费用水平与先锋集团旗下的被动管理产品进行一下比较,主动管理的过高成本就显而易见了。先锋旗下的一般股票基金和全球股票基金每年可节约 0.8%的成本,市政债券可节约 0.6%,应课税固定收益基金可节约 0.5%,货币市场基金可节约 0.3%。先锋的旗舰基金(Admiral Shares)主要面向投资额大、持有期长的客户,它能为客户节约更多成本。低费用为投资者提供了可量化的好处。

表 7.3 先锋集团为投资者以 2003 年的总费率计算(占资产的百分比)节省了大量成本

	一般股票基金	世界股票基金	应课税固定收益基金	货币市场基金
理柏	0.91	1.15	0.75	0.60
	整体股市基金	整体国际股市基金	整体债市基金	主要货币市场基金
先锋 Investor Shares	0.20	0.36	0.22	0.32
	整体股市基金	整体国际股市基金	整体债市基金	主要货币市场基金
先锋 Admiral Shares	0.15	0.36	0.15	0.14

来源:理柏公司《2003 年共同基金业的全球性主题》。
备注:表中 2003 年的数据对原始报告进行了更新。

"一分钱一分货"这句格言并不适用于共同基金领域。根据标准普尔的一项研究,收费越低的基金总能带来越高的收益。在该公司数据库中的 17,000 只基金进行研究时,研究者把这些股票基金按规模分为三类(小盘,中盘和大盘),按类型分为三种(价值型,混合型和成长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型），再把它们分为“高于平均费用”和“低于平均费用”，总共分为18类。在国内股票基金中，有8/9的低费用基金战胜了高费用基金，前者的10年期年收益比后者高出0.8到3.8。只有在中盘混合型基金中，高收费的管理与低收费的管理旗鼓相当。标准普尔的数据证明低收费和高业绩之间有密切联系。

表7.4 低收费基金的业绩优势

	高于平均费用的基金业绩	低于平均费用的基金业绩	低收费基金的业绩优势	低费用基金的费用优势
大盘成长型	7.2	8.9	1.7	1.1
大盘混合型	7.9	10.0	2.1	1.1
大盘价值型	9.2	10.5	1.3	0.9
中盘成长型	6.6	9.5	2.9	1.2
中盘混合型	12.1	12.1	0.0	1.0
中盘价值型	11.0	12.2	1.2	0.9
小盘成长型	6.5	10.3	3.8	1.0
小盘混合型	10.7	11.5	0.8	1.1
小盘价值型	11.4	13.4	2.0	1.0

来源：标准普尔，《标准普尔对费用的研究表明收费低的基金在业绩上持续超过收费高的基金》，2004年6月29日新闻稿。

高成本和低成本两组基金的费用差异分配得比较集中，每年从0.9到1.2不等。有趣的是，在9类低费用基金中，有7类的业绩优势超过了其费用优势。换句话说，低费用基金的高额收益比其成本优势更重要。高收费基金的经理人表现出超乎寻常的贪婪，其能力也许只能算是中下水平。

在主动管理型的证券领域内，投资者往往事与愿违，支付了更高的费用却换来了更少的收益。在包含主动管理和被动管理的更广泛领域内，指数型基金相比主动管理型基金有很大的成本优势。信息灵通的投资者会意识到基金的费用至关重要。

分销费用

1980年，美国证券交易委员会（SEC）批准共同基金直接用基金的资产来支付营销和分销费用，这给共同基金持有者造成了极大损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在 12b-1 规则下，共同基金公司直接向投资者收取旨在扩大资产管理规模的促销行为所需的费用。让我们在资产规模和投资业绩之间做个权衡。更多的资产可以使投资顾问获得更高的管理费用，投资组合的规模扩大会阻碍投资顾问对资产进行主动管理。交纳 12b-1 费的基金持有人是不幸的，由于费用的直接影响和投资组合规模扩大的间接影响，他们的投资收益遭受了双重损失。

具有讽刺意味的是，SEC 在 2000 年 12 月的一项关于共同基金费用和开销的研究得出了这样一个结论：12b-1 费从本质上讲是资产从基金持有者到基金管理公司的净转移。该委员会的报告总结出“收取 12b-1 费的基金在开销上要多于其他基金，多出的这部分开销相当于一只基金所允许收取的最高 12b-1 费的 93%”①。换句话说，收取 12b-1 费用的共同基金顾问把几乎全部的 12b-1 费交给了银行。

即使清楚认识到“一只基金与它的投资顾问存在固有的利益冲突”，SEC 仍继续允许 12b-1 费的存在。该委员会认为这一冲突起源于“基金的董事（最初一般由基金顾问选出）赞成基金收取这笔费用”。没有 SEC 的庇护，基金的董事根本不可能赞成像 12b-1 费这种损害投资者的东西。12b-1 费得到监管部门的明确批准，为基金的董事们提供了避风港，他们的愿望就是在直接和间接损害投资者利益的基础上增加投资管理公司的利润。

即使是在一种既定的对管理公司有利的监管框架下，基金董事也会想出一些奇怪的歪理来批准 12b-1 计划。根据 SEC 的规定，基金的独立董事必须推断出“12b-1 计划有合乎情理的可能性使基金和它的持有者同时受益”。基金持有人在任何情况下几乎都不可能因为支付了高于基本管理费的费用而获益，即使这笔费用是为了吸引更多资产投资于这只基金②。SEC 允许 12b-1 费存在是可耻的，基金董事赞成 12b-1 费是可耻的，共同基金收取 12b-1 费更是可耻的。

虽然在任何情况下因营销行为而向共同基金持有者收费都很难

① 根据（美国）全国证券交易商协会的规定，投资顾问收取的 12b-1 费最高可占资产的 1%。

② 小规模基金的资产管理规模不足，其投资者可以从新资产的净流入中获益。这种难得一见的情形当然不能证明普遍存在的 12b-1 费是正当的，因为这些共同基金都是在合理或过高的规模上运行的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被证明是公平合理的，但在停止营销以后还向他们收费却是绝对没有理由的。很多共同基金公司会采用一种极其令人讨厌的策略，那就是在基金停止向新投资者开放之后仍继续收取 12b-1 费。据 2003 年 12 月发行的某一期《华尔街日报》报道，由美国著名的基金管理机构所创立的 100 多只共同基金对已关闭的基金仍收取营销和分销费用。做出这一可憎行径的公司包括 Dreyfus，LordAbbett，Putnam 和 EatonVance。12b-1 规则的出现是由于一个站不住脚的原因：共同基金业需要特殊支持才能将资产聚集到适宜的规模。但对已关闭的基金收取 12b-1 费却是毫无理由的。

在注意到有些已关闭的基金仍收取营销费用以后，SEC 致信“几家公司来搜寻相关信息”。不管 SEC 是否采取了进一步行动，比如罚款和让基金公司既不承认也不否认其错误行径，按常识它也应该命令 12b-1 费只适用于正在聚集资产的基金。通过对已关闭的基金收取营销费用，基金管理公司进一步侮辱了投资者的智商，掏空了他们的钱包。

12b-1 规则的创立很明显是为了支付营销和分销费用，它是代理人-委托人冲突的突出表现。从营销和分销中获益的只有基金管理公司。营销和分销取得成功时，资产管理规模会扩大，这能使基金经理收取更多的费用。而规模会损害业绩，资产的增加会降低基金持有者的收益。共同基金的投资者支付 12b-1 费，也遭受了它带来的不利影响。

激励费用

以委托人为导向的基金经理人致力于在投资组合所承担的风险水平下创造更高的投资收益。毕竟较高的风险调整收益代表着共同基金投资者的投资目标和共同基金管理人的信托责任。但是，以资产为基础的标准费用结构却导致了一些令基金投资者和基金管理者出现利益分离的动机。

如果基金经理的报酬只来源于以资产为基础的费用，他的动机倾向于使这些费用的规模得到稳定增长。当资产管理规模扩大时，共同基金的费用收入也会增加，这就使代理人有动机去聚集更多资产。不幸的是，随着资产规模的扩大，主动式投资组合管理变得日益困难，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



就降低了为基金持有者创造可观收益的可能性。

投资组合经理意识到强劲的业绩会使资金流入，而糟糕的业绩却会使资金流出。一旦聚集了大量资产，他们的行为通常会发生明显改变。风险中性的管理者注重维持现有资产额，这会降低主动管理取得成功的可能性，并使基金的业绩更趋向于与市场持平。通过构造与市场表现相同的投资组合，共同基金经理保住了饭碗（并继续为基金持有者创造平庸的投资收益）。代理人和委托人的目标不同，前者追求稳定的高额收入，后者追求高额的风险投资收益，而结果一般是有利于代理人的。

有一些基于业绩的费用方案使基金管理者和基金持有者的利益趋于一致，它们鼓励基金管理者从杰出业绩而不是聚集资产中获益。许多激励费用结构结合了基于资产的费用和基于业绩的费用，基于资产的费用包含了进行投资管理所需要的合理日常开支。基于业绩的费用则是对更高收益的奖励，根据收益超出一定基准的程度而定。例如，大盘股票基金的管理者可能会得到该基金收益中高出标准普尔500部分的10%。在这种双重费用结构下，基于资产的费用涵盖了成本，并提供了一项合理的收入，而激励费用则对创造了高额投资收益的管理给予了奖励。

Numeric 投资者小盘价值型基金采用了一种结构合理的业绩费用安排。2003 年，Numeric 收取了 0.89%的一般管理费，其中包括 0.45%的基本管理费和 0.44%的其他成本。为投资者着想，该公司没有征收 12b-1 费。Numeric 获得的与业绩相关的费用是这样计算的：Numeric 投资者小盘价值型基金每超出 Russell2000 价值指数 1 个百分点，该公司可获得 0.10%，最多时超出 9 个百分点，Numeric 相应获得 0.90%。Numeric 的负责人与投资者进行了一笔极其公平的交易。

根据晨星公司 2003 年的数据，如果 Numeric 的基金业绩与基准值持平，其总费率不足其他基金平均费率（1.55%）的 2/3。如果业绩好得惊人，也就是比基准值高出整整 9%，它在这时的总费率最高，但也只是略微超过其他基金的平均费率水平。Numeric 的激励费用很有效，因为它对平庸的业绩给予惩罚，对杰出的业绩给予奖励。对 Numeric 和其投资者来说幸运的是，在这只基金 4 年多的寿命里，每年它都超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基准值近 10%。Numeric 获得了合理的报酬，其投资者也为该公司的杰出表现支付了合理的费用。

不幸的是，共同基金业的其他公司却利用激励费用使投资者的损失又增加了一倍。有些基金没有降低基本费用和使用激励费用作为对业绩给予的报酬，却把激励费用当成是已经很古怪的基于资产的费用之外的又一个薪酬来源。以 Granum 价值基金为例，2003 年，Granum 开始收取最低 0.83%的费用，其中包括 0.75%的 12b-1 费，0.50%的基本管理费和 0.58%的其他费用。全部激励费用又增加了 1.5%的费用，使最高总费率达到 3.33%。在晨星公司老练而保守的陈述中，形容 Granum 收取的费用“从昂贵变成骇人听闻”。Granum 价值基金的持有者面临一种不会获利的境地。该公司 2003 年的最低费率是 1.83%，超过了晨星公司跟踪的其他公司 1.55%的平均费率，这样的话，不管业绩如何，其投资者都必然要支付高于平均水平的费用。如果 Granum 设法赚取了激励费用，投资者也就破产了。

晨星指出 S&P500 并不能作为 Granum 价值型基金的合理基准。在所有情况下，投资者采用合理的标准来衡量经理人的表现都能使投资者获益，而当计算激励性薪酬时，选择一个合理的基准更是绝对有必要的。如果没能选取合适的计量标准来评定经理人的表现，被采用的标准（如 Granum 所选择的并不匹配的 S&P500 指数）和合理的基准（应该选择的非常匹配的 Russell1000 价值指数）缺乏相关性，这可能就会使经理人获得激励费用。

如果激励费用的安排对投资者不利，采用一个公平的基准就显得更为重要了，比如追回利益和“高水位标记”。追回利益迫使基金经理在随后的业绩低于基准值时，交出以往所获得的激励费用。（用一个形象的比喻来说，投资者追回了已支付的费用。）如果不存在追回收益，投资者就会面临糟糕的境况，那就是要为转瞬即逝的业绩支付费用。“高水位标记”要求经理人把获得激励费用之后遭受的业绩亏损填补上，然后才能获得更多的激励费用。没有“高水位标记”的话，投资者就可能要为以往的收益支付费用，却不能在随后遭受亏损时获得补偿。Granum 价值基金的投资者既不能从追回收益中获益，也不能从“高水位标记”中获益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采用结构不合理的激励费用安排以及不适宜的基准，使 Granum 基金的管理人员在直接损害投资者的情况下获利颇丰。让我们看一下从 Granum 开始采用激励费用到 2003 年 10 月 31 日的这 6 年。正如预料的那样，并不匹配的 S&P500 指数与 Granum 价值基金的相关度要低于匹配良好的 Russell1000 价值指数，前者的相关度为 76%，而后者的相关度则为 88%。前者与 Granum 价值基金的相关度相比后者更不稳定也就不足为奇了，这表现在 S&P500 指数与 Granum 价值基金之间收益差异的标准差为 11.7%，而 Russell1000 价值指数同 Granum 价值基金之间收益差异的标准差则为 10.9%。S&P500 指数与 Granum 价值基金的关联度更低，且更容易产生波动，这就使 Granum 收取激励费用是依据 Granum 价值基金的收益与 S&P500 的收益两者之间关系的噪音，而不是依据真正出众的业绩。

Granum 价值基金的投资者没能获得优质的服务，却最终为并不出众的业绩支付了激励费用。在这只基金实行激励费用的 6 年里，投资者们获得的年收益为 4.4%。如表 7.5 所示，Granum 价值基金的业绩每年比 Russell1000 价值指数落后 1.1%，这种结果几乎不配得到额外奖励。但是，由于这只基金的平均收益率比 S&P500 适当高出了一些，虽然与 S&P500 的收益差异在不同年份波动比较大，Granum 资产管理公司就为据称很出众的业绩收取了一笔费用。在这 6 年中，Granum 有 4 年收取了相当于资产额 0.79%至 1.50%的激励费用，在另两年里也都到达了 1.50%的最高水平。在 Granum 的 2002 财政年度（截至 10 月 31 日）中，其投资者在占总资产 3.26%的费用负担下举步维艰，这在很大程度上就是激励费用所造成的。几乎没有几个经理人能够创造高于市场 3.26%的业绩，以证明他们收取这么高的费用是合理的。Granum 当然也不能，但是，它却设法打败了投资者们，在没有创造业绩的情况下赚到了一笔站不住脚的费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.5 Granum 价值基金的投资者面临"双输"的处境

时间	Granum 价值基金	相对于 S&P500 指数的业绩	相对于 Russell 1000 价值指数的业绩	S&P 500 指数和 Russell 1000 价值指数的差异
1998	-6.2	-28.2	-21.0	-7.2
1999	15.7	-10.0	-0.8	-9.2
2000	16.3	10.2	10.8	-0.6
2001	-3.7	21.2	8.2	13.0
2002	-6.4	8.7	3.6	5.1
2003	13.8	-7.0	-9.1	2.1
平均	4.4	0.6	-1.1	1.7

来源：Granum 价值基金，1998 年年报第 11 页；Granum 价值基金，2003 年年报第 14 页；彭博资讯。
备注：与 Granum 价值基金的财政年度相一致，表彰每年的数据都截至 10 月 31 日。

缺乏高水位标记、没有合适的基准和投资者不能追回收益这三重威胁导致 Granum 获得了原本不该得到的激励费用，缺乏高水位标记使 Granum 不必补偿 1998 年 28.2%和 1999 年 10%的业绩亏损。2000 年，在取得大大低于 S&P500 的业绩以后，Granum 没有做出补偿，却把过去一笔勾销，允许公司不必填补 1998 年和 1999 年因业绩不佳造成的漏洞，可以仍然收取该年的激励费用。

使用不合适的基准在两个方面损害了投资者。在这 6 年内，相比匹配度低的 S&P500 指数，Granum 的投资收益为正，但相比匹配度更高的 Russell1000 价值指数，其收益则为负。投资者为虚幻的收益支付了费用。与 S&P500 相比，Granum 的收益波动性更大，这更加深了投资者的不幸。相比 S&P500，Granum 基金在 1998—1999 年间的业绩亏损和 2000-2002 年间的反弹，都比用 Russell1000 价值指数来衡量的程度更大。相对业绩的加剧波动使投资者为以假乱真的收益支付了激励费用。

最后，不能追回收益使投资者误以为有机会减少 2003 年相对不佳的业绩所带来的损失。相对业绩较好时 Granum 受益，而相对业绩较差时受伤害的则只是投资者，这就使该公司无论如何都会赢。

在截至 2003 年 10 月 31 日的 6 年里，Granum 价值基金获得了投资者为并不存在的高额收益而支付的 600 万美元。尽管 Granum 的收益达不到一个合理基准所要求的水平，但它的基金经理在这 6 年内仍

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

榨取了高于平均资产 5%的激励费用。这笔激励费用令人触目惊心，同时，12b-1 费侵蚀掉 4.5%的资产，基本管理费用侵蚀掉 3.0%的资产，其他花费侵蚀掉 2.6%的资产。Granum 资产管理公司用绝对算不上出众的业绩从投资者身上榨取了数额惊人的费用。

即使合理的激励费用可能会使投资者获益，但是，以业绩为基础的收费方案可能被共同基金业所歪曲，这就迫使投资者以高度怀疑的态度来看待激励费用的安排。以 Granum 价值基金为例，由于缺乏合理的基准，不能追回收益，且没有高水位标记，成功会使收入增加，失败也不用补偿亏损。报酬结构的不对称为基金管理者创造了一种期权。基金管理者和投资者的利益在投资成功时是一致的，但在失败时却是不一致的。激励费用类似期权的特征使基金管理者免受了失败的痛苦，同时又可分享胜利的果实。通常当投资业绩令人失望时，基金持有者是首当其冲的受害者①。

中间人

一般说来，一项交易中的参与者越多，费用负担就越大。不幸的是，大多数的投资者不仅要在购买基金时雇用中间人，而且这些中间人的作用日益重要。1992 年，近 1/4 的投资者选择直接向共同基金管理公司购买基金，以避免雇佣中间人带来的成本。到 2002 年，自力更生的投资者在总人数上减少了 12%，这表明越来越多的投资者支付了一笔额外费用，然而收获甚微。

在基金销售中，经纪行业占据的份额最大，在 1992 年到 2002 年间一直占据着 62%的市场份额。这样一来，投资者就极有可能受损害。申购费、营销费用以及投资组合的“炒单”在让经纪人获利颇丰的同时却使客户变穷了。代理人和委托人之间的利益冲突是经纪人和客户之间关系的潜在原因。基金的复杂分类令人头痛，再加上令人眼花缭乱的各种费用，如前端费用、附带延迟销售费用以及 12b-1 费用，从而在损害投资者的基础上给经纪人带来了丰厚利润。理智的投资者

① 激励费用面临的问题与大力提倡通过发行股票期权来使公司股东和管理层的利益趋于一致所存在的不足类似。事实上，公司在授予期权时，不但会碰到不对称带来的问题，在股价下跌时对期权进行重新定价，也常常会使利益的不一致趋于严重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会避免涉足经纪行业，转而采用成本较低的自助服务。

通过雇主赞助型退休方案和基金超市所销售的基金份额，从1992年的14%上升到2002年的25%。雇主赞助型退休方案中递延税收账户的增加，对投资者而言代表着收益的净增加，因为投资者会增持有吸引力的投资工具。基金超市的发展则意味着投资者收益的净减少，因为中间人的出现又增加了一笔费用。

乍看上去，尽管中间人涉足的投资在数量上增加了，前端费用在申购基金时占的比例却似乎比以前减少了。对投资者不利的是，事实验证了那句老话：外表是具有迷惑性的。根据SEC所做的一项范围广泛的研究，1979年，大约70%的共同基金将资产投资于征收前端费用的基金上。到1999年，大约50%的资产被投资于征收申购费、高于0.25%的12b-1费或者两者兼有的基金上。缺少的环节与附带延迟费用造成的影响有关。

由于经纪人经常会遇到投资者拒绝交纳高额前端费用的情况，华尔街的金融工程师就代之以不易被察觉的递延费用，并经常能逃脱投资者的注意。

如果投资者在预先规定的时间段内赎回某只基金，就会出现递延费用，一般最多可达5到6年。递延费用保护了经纪人的地位，可以保证要么从长线投资者身上持续获得管理费用，要么在短线投资者退出时获得一次性的递延费用。尽管没有可靠的数据来证明递延销售费用的影响如何，由于浮躁的基金投资者会比较频繁地换手，递延费用对收益可能还是有重要影响的。

在各种由经纪人支持的基金类别中做选择时，投资者经常要面对的是在较高前端费用或者是伴随递延费用的较低前端费用中做出选择。不管是早付还是晚付，投资者都要为共同基金的销售和分销花费大量心血。

规模经济

共同基金业的内在特征表明：随着资产管理规模的膨胀，规模经济会使费用降低。实际上，历史表明规模带来的益处只会使基金管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司获利，而投资者的命运却没有改变。要从一个更长远的角度来看共同基金的费用，我们可以看一下 SEC 的一项研究，它发现共同基金的费率作为资产的一个百分比在 20 多年间只发生了微小的变化。如表 7.6 所示，免佣基金每年征收的费用呈现细微的下降趋势，从 1979 年占总资产的 0.75%下降到 1999 年的 0.72%。有佣基金每年带给投资者的费用负担在 1979 年时为 1.50%，到 1999 年时为 1.52%，区别非常小[①]。

表 7.6　随着资产增加，费用保持稳定

年份	共同基金资产（10 亿美元）	无佣基金的费用(%)	有佣基金的费用(%)
1979	51.7	0.75	1.50
1999	4,457	0.72	1.52

来源：SEC，《共同基金费用和开销报告》，华盛顿特区：美国政府印刷办公室，2000 年。第 40-44 页。
备注：有佣基金的费用数目采用将前端费用按 10 年进行平摊。

即使费率水平在这 20 年里基本没变，有佣基金的投资者在今天面临一个更不透明的投资环境。由于华尔街的经纪人面临客户要求降低前端费用的压力，聪明的金融工程师们想出一个办法，那就是用附带延迟销售费用和 12b-1 费来替代一部分前端费用。如果投资者在几年内赎回基金，就要交纳附带延迟销售费用，并把已下降的前端费用抵消掉一部分。如果投资者持有基金多达数年，那么 12b-1 费用累计起来就可以补偿丧失掉的前端费用。通过把费率从 1979 年时极高的 8.5%减少到 1999 年的 4.75%，并用附带延迟销售费用和 12b-1 费填补了这个差异，基金管理公司愚弄了有佣基金的投资者，使他们继续接受这项难以接受的交易。

令人吃惊的是，随着资产规模增加了 86 倍多，但费用占资产的百分比在这 20 年里却保持稳定，这与管理共同基金会出现规模经济的观点相悖。很明显，投资管理层的努力，也就是在投资组合管理中最

① 计算有佣基金的费用时是把前端费用按 10 年平摊。若按 5 年进行平摊，1979 年的总费率为 2.28%，1999 年为 1.88%。从 1979 年到 1999 年的费用下降反映出 12b-1 费取代了一部分前端销售费用。要注意的是，长线投资者因重复收取的 12b-1 费而遭受的损失更大，因为它要求不断的交费。也要考虑到这项分析没有包含附带延迟销售费用。附带延迟销售费用在 1979 年时尚不存在，却使 1999 年时基金的总费用增加。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重要(也是最昂贵)的投入,并没有随着资产规模的扩大而提高。投资组合经理人投资 50 亿美元与投资 10 亿美元差不多容易,投资 200 亿美元与投资 100 亿美元也差不多容易。(规模也许会损害业绩,但并不会对运筹情况构成挑战)。随着规模的扩大,费用作为资产的百分比应当减少,以使基金管理人和基金持有者同时受益。实际上,基金持有人支付的费用并没有任何减少。规模扩大带来的好处全都被共同基金管理公司独享了。

有关规模经济的确凿证据来自那些雇用外部资金管理人来每天对投资组合进行管理的共同基金公司,投资顾问(名字写在门上的共同基金公司)与助理顾问(实际上并没进行工作的投资组合经理)的契约关系通常规定了收费方案中的分割点。这个分割点反映了下降的边际成本与扩大的投资组合规模有直接关系这一现实。

来看一下信安(Principal)合伙人大盘价值基金(Principal Partners Large-Cap Value Fund),它是位于艾奥瓦州得梅因的信安人寿保险公司(Principal Life Insurance)所创立的一系列共同基金之一。信安管理公司管理着这只大盘价值基金,实际上它并没有提供任何投资管理服务,而是把重点放在了“文员、记录和记账等服务上”。承担日常投资组合管理的还有联合资产管理公司的一个子公司——伯恩斯坦投资研究与管理公司(Bernstein Investment Research and Management)。

在 Principal 与 Bernstein 的费用安排中,只有 Principal 向投资者收取了一部分费用。截至 2003 年 12 月 31 日的 1 年里,Principal 的免拥基金 B 级份额收取的费率为 2.51%,详见表 7.7。投资者支付了 0.91% 的 12b-1 费,0.85%的其他费用和 0.75%的管理费用。Principal 的费用只不过确保了投资者将不会得到满意的回报。

表 7.7 Principal 合伙人大盘价值基金基金投资者没能从规模经济中获益(%)

资产额(百万美元)	管理费用			其他费用		
	Bernstein	Principal	总 计	12b-1 费	其他开销	总开销
10	0.600	0.150	0.750	0.910	0.850	2.510
50	0.470	0.280	0.750	0.910	0.850	2.510
100	0.385	0.365	0.750	0.910	0.850	2.510

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

资产额（百万美元）	管理费用			其他费用		
	Bernstein	Principal	总 计	12b-1 费	其他开销	总开销
500	0.245	0.506	0.750	0.910	0.850	2.510
1,000	0.222	0.528	0.750	0.910	0.850	2.510
5,000	0.204	0.546	0.750	0.910	0.850	2.510

来源：Principal 共同基金，附加信息声明，2004 年 3 月 1 日，第 44、48 页。
备注：上表反映的是 B 级基金份额的收费情况，不包含申购费。递延销售费用适用于持有期低于 7 年的情况。表中的费用数据截至 2003 年 12 月 31 日。

Principal 和 Bernstein 管理费用安排为资金管理业的规模经济提供了线索。当资产规模低于 1000 万美元时，在 0.75%的管理费用中，其中 0.6%属于 Bernstein，0.15%属于 Principal。随着资产管理规模的扩大，Bernstein 获得的费用减少，而 Principal 获得的费用增加。在 2 亿美元这最后一个分割点上，总的管理费用不随资产规模而变，仍为 0.75%，其中 0.2%归 Bernstein，剩下的 0.55%归 Principal。费用结构明确阐释了投资管理业务中的规模经济。负责投资组合管理过程核心部分的 Bernstein 所获得的费用从占资产的 0.60%降低到 0.20%（随着资产管理规模的扩大）。由于 Bernstein 的工作并没有随着资本的增多而改变，边际费用减少是讲得通的。

Principal 的共同基金客户没有从规模经济中获益是说不通的。不管投资组合的规模有多大，投资者要支付的费用保持在 2.51%的水平。随着 Bernstein 的管理费用下降，Principal 的管理费用在增加。如果资产超过 2 亿美元，Principal 将在 1.76%的其他费用上再增加 0.55%的管理费，这就使 Principal 的总费率高达 2.31%，而 Bernstein 的费率仍为 0.2%。在这个混乱的世界上，行使后勤功能的 Principal 取得了 0.55%的边际管理费，而负责为证券选择做决策的 Bernstein 则获得 0.20%的边际管理费用。随着资产规模的扩大，Bernstein 的收入减少，而 Principal 的收入增多。

让我们来比较一下 Principal 合伙人大盘价值基金和先锋（Vanguard）美国价值基金。这两只基金都采用投资大盘股、以价值导向的策略。和 Principal 相似，Vanguard 雇用助理顾问来管理投资组合。与 Principal 不同的是，Vanguard 向投资者的收费更为合理。截至 2003

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年9月30日的1年里，Vanguard的总费率为0.63%，相比之下，Principal在截至2003年12月31日的1年里总费率高达2.51。表7.8概括了Vanguard的收费情况，其中包含了Vanguard与其助理顾问格兰瑟姆-马友-奥特鲁公司(Grantham Mayovan Otterloo，简称GMO)的费用划分情况。值得注意的是，Vanguard每一项费率都低于Principal。

表7.8 Vanguard美国价值基金的投资者做成了一笔公平交易(%)

资产额（百万美元）	管理费用			其他费用		
	GMO	Vanguard	总计	12b-1费	其他开销	总开销
10	0.225	0.385	0.610	0.000	0.020	0.630
50	0.225	0.385	0.610	0.000	0.020	0.630
100	0.225	0.385	0.610	0.000	0.020	0.630
500	0.225	0.385	0.610	0.000	0.020	0.630
1,000	0.225	0.385	0.610	0.000	0.020	0.630
5,000	0.185	0.385	0. 570	0.000	0.020	0.590

来源：Vanguard，美国价值基金招股说明书，2004年1月29日，第2、7页。

备注：上述数据代表了截至2003年9月30日一年间的收费情况。截至2003年9月30日，Vanguard美国价值基金的净资产大约为4亿7400万美元。资产超过10亿美元时的费率为估计值。管理费用指的是基本管理费，并未包含激励费用，否则GMO获得的报酬将最多增加或减少0.125%。

与Principal和Bernstein的费用划分类似，Vanguard与GMO的费用安排体现了投资管理业务的规模经济。当资产超过10亿美元时，GMO的增量薪酬将下降20%还多。与Principal的投资者不同，Vanguard的投资者会因助理顾问GMO的每一次降低收费而获益。由于Vanguard对旗下基金的服务旨在收回成本而不含利润因素，成本降低后投资者要交纳的费用也减少了。

尽管对某只基金来说，经理人明确承认在管理投资组合时存在规模效应，但整个基金业的数据却不能证明费用会随着资产管理规模的扩大而降低。对这一分歧最合理的解释是规模增加带来的好处，大部分都转化为基金管理公司的利润，用于提高基金持有者收益的则寥寥无几。Vanguard与GMO的情况是一个例外，Principal与Bernstein则符合这条规则。

资产规模扩大使费用减少的预料并未成真，又有其他证据表明共同基金公司收费仍在飙升。约翰·弗里曼(John Freeman)和斯图尔特·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布朗(Stewart Brown)在2001年春发表的一篇文章，用多项设计巧妙的测试证明共同基金收取了过多的咨询费。例如，作者指出，不以赢利为目的、以投资者为导向的Vanguard也设法为旗下的主动管理型基金在外部管理上洽谈出极其有竞争力的收费。1999年，Vanguard的费用安排通常包含激励性条款，大概只是"整个基金业普遍费率"的25%。弗里曼和布朗用证据表明：共同基金收取的费用大概是公共养老金计划所收费用的两倍。作者以多种方式呈现了这些证据，其中一张足以定罪的图表，显示某些资产管理者向共同基金客户收取的费用要大大高于养老基金，并总结道："股票型养老金基金投资组合和股票型共同基金投资组合的经理人收取的咨询费差别很大，主要原因是在养老金所处的市场中，咨询费是可以正常讨价还价的。"基金持有者则无法在一个竞争激烈的市场中获益。

费用给共同基金的收益造成了很多负担。追求业绩最大化的投资者会不遗余力去减少费用带来的影响。首先，要抵制包含前端费用和12b-1费的基金，以避免"只有付出没有回报"。第二，要注重管理费用的影响，选择成本低的投资产品。最后，要考虑到指数型基金的收费是最低的。

投资组合的换手

基金业中存在很多极其混乱的行为，名列前茅的就有共同基金投资组合的疯狂"炒单"行为。2002年，股票型共同基金投资组合的平均换手率达到惊人的67%，与此相应的是对证券头寸的平均持有期为1.5年①。共同基金投资组合的频繁交易给投资者造成了损失，包括易于计算的佣金、市场冲击造成的难以度量的成本以及税负带来的无法抵御的影响。投资组合换手过快，不符合成功的投资策略，也违背了信托责任。

① 换手率的衡量与经理人使用的投资期限一致。年换手率为100%的投资组合意味着个人投资者所持头寸的平均持有期为一年，因为该水平的换手率相对于在一年时间里卖出现有的头寸，然后改持其他头寸。50%换手率意味着平均持有期为2年，10%的换手率相当于投资期限为10年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当持有设计不合理的被动型指数基金和采取结构不严密的主动管理策略时，投资者对资产的换手情况会超出必要水平。在购买指数基金时要选择一只结构合理、换手率低的指数基金。在采取主动管理策略时，希望打败市场的投资者如果能慎重地选股并保持低换手率就会有更大的胜算。

那些希望在每个季度都能战胜市场的选股者接受了一个艰巨的挑战。在寻找那些确实存在错误定价而在近期内就能回到公平价值的证券时，资产管理者对可选的产品进行了众多限制。延长投资期限可以增加选择的机会，并更有机会构造一个能够取胜的投资组合。

致力于在每个季度都取胜的投资者可选择的机会受到了约束，只能选择那些能在几天或几个月内解决错误定价问题的公司。由于证券的价格一般能够反映出重要的相关信息，在市场上很少有机会能买到估值过低的证券。把选择进一步限制为能在短期内恢复公平价值的证券又过分限制了对投资组合的选择。

高换手率会妨碍基金取得出色的业绩。买进和卖出带来了市场冲击，产生了佣金，也减少了投资者账户里的资金。短期产品迫使投资者进行单调而乏味的投资操作。当一个短期的错误定价自行消失时（这对投资组合或许有利，或许有害），必须有另一个理想的产品来取代它。投资者在管理投资组合时要警惕那些成本高、劳神费力、换手率高的方法。

大量资金希望在短期内取得成功。例如，共同基金经理承受着在每个月、每个季度、每年都能打败市场的压力。《华尔街日报》用《低迷的市场，成功的选择：我们在一年里就能成功的产品掀起狂潮》和《第二季度的冠军：关注小盘股和濒临破产的公司》等标题突出强调了那些最热门的基金，并使那些短期赢家引起了人们的注意。基金管理公司用整版的广告和72磅（1英寸）的字体来夸耀那些近期表现抢眼的基金，那些在短期内取胜使成功的经理人名利双收。

不幸的是，短期的成功通常都是昙花一现。对于那些能带来成功的头寸，其错误定价在短期内得以解决后要马上卖出，然后持有新的产品来取代它。在短期赢家所处的拥挤市场中，基金经理们面临着一些可怕的障碍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过延长投资期限,基金经理可以有更多的投资选择。随着短线投资者的消失,他们不但更有可能进行长期投资,识别错误定价时面对的竞争也减少了。参与者的减少使成功的几率上升。

如果延长投资期对投资者是明显有利的,那长线投资为什么很罕见呢?短线操作通常要面临极大的压力。财经新闻节目的主持人为那些不断换频道的投资者们提供着每分钟的最新市场动向。惹眼的新闻标题都在呼吁读者去追赶热门经理人的业绩。华尔街的研究调查要求投资者把注意力放在下一季度的收益预测上,极少的市场参与者能有毅力始终不理会这些杂音。

在把投资者的注意力转移到那些基本没有意义的短线投资问题上时,华尔街扮演着一个极其令人讨厌的角色。投资组合的巨大交易量能带来源源不断的高额收入,因此,金融机构努力为投资者的买进和卖出寻找理由。关注季度收益报告是华尔街以牺牲大众利益为代价获取利益的惯用伎俩。

在运转良好的市场中，股价反映了一个公司未来所有股息的现值。由此可以得出结论:一个公司未来的盈利能力在对其股票进行估价时至关重要。决定股票价值的是未来,下几个月的收入只是其中的很小一部分。事实上,公司在未来 5 年或 10 年的收入情况在股票估值上才是至关重要的。那么,华尔街为什么极度关心下一季度的收益状况呢?

有部分原因在于做长期预测比较困难。投资者所评估的机会和挑战距离现在越遥远,其准确度就越低。人的天性驱使分析师追求相对确定的短期预测,公司中负责投资者关系的行政人员(偶尔)会对其给予指导和协助。

到底是什么激发了高换手率?对基金经理行为的一项最合理解释是他们在追求出色业绩时会主动低买高卖。如果基金经理选择通过大量交易来创造业绩,那么他就要进行艰苦的竞争。换手率高意味着持有期短,也表明投资期限受到了限制。短期的价格异常几乎不会给投资管理者带来任何利润。但是,想在每个季度打败市场虽然是出于好意但却可能是徒劳,这种情况可能会导致高换手率。

基金经理频繁地进行短期交易，即使是为了获得更好的业绩,然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而，能取得较高的税前收益可能就算是最好的结果了。在换手频繁的投资策略下，已实现收益要承担的税负使获取高额税后收益变得不大可能。基金管理公司似乎对投资行为对税收的影响漠不关心，因为共同基金的广告总是在吹捧其税前收益，而将税后业绩置于不大显眼的正式发行文件中。

高换手率的投资策略几乎总会使应纳税的投资者想要取得可喜税后收入的目标落空。鉴于共同基金资产占到了应课税账户的绝大部分，过度好动的基金经理们无法满足大多数投资者的需求。即使将其归咎于动机这个最仁慈的解释，频繁换手的基金管理策略也是失败了。

对共同基金经理行为最不客气的一种解释是，高交易量是为了赢得经纪业的支持。目前，成交量巨大的交易员，主要在软性费用和定向佣金之间做选择，这两个花哨的名字描述了分别以实物或现金进行支付的两种回扣，软性费用和定向佣金都使基金经理获益而使投资者受损。不管软性费用和定向佣金本身的未来如何，共同基金都将一直设法利用投资者的资产来买通华尔街的分销商，反之亦然。没有哪条法规反对用共同基金的资产来为华尔街创造佣金，反对华尔街分销共同基金产品。共同基金是赢家，华尔街也是赢家，只有投资者是输家。

与高换手率的投资组合表现出的疯狂相反，低换手率的投资组合则意味着对证券的持有期更长，并延期获得收益。在有些情况下，低换手率的策略是一种只顾自己不顾他人的手法，即采用低风险的投资策略来确保基金经理不断获得收入。许多基金经理构造的投资组合在很大程度上与市场相仿，即在近期有望获得超越市场表现的证券上下了一些小“赌注”。这种“隐秘指数化”的投资组合使投资者摆脱了频繁换手的枯燥工作，因为它持有的大部分头寸都与市场类似。不幸的是，采用主动管理且与市场类似的投资组合没有机会创造丰厚回报，因为主动管理的风险低而费用高，实际上这使得主动管理战胜市场的目标必然无法实现。

在其他情况下，投资组合的低换手率是一种创造更优业绩的尝试。较长的投资期限创造了更多的投资机会，使短线投资者不能再利用低效率。由于真正错误定价的资产非常稀少，而且难以辨认，长线投资者倾向于用存在的极少几个理想产品来构造集中型的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不幸的是，长期投资者面临着一个艰巨的任务，不仅失去了快速行动带来的刺激，还要面临暂时受挫的风险。用谨慎的方法进行投资却没能在短期内创造强劲业绩的基金经理，有可能遭受资产损失或者被解雇。但长线投资者最有可能维护投资者的利益，即在少交税的同时，有可能创造出非常可观的收益。

交易成本

交易成本是主动管理业绩亏损的一个重要部分，买卖证券的成本包括完成交易时支付给经纪人的佣金和执行交易造成的市场冲击，佣金表现为一种单独收取的费用。市场冲击包括庄家赚到的差价和为了达成交易所需的价格变动。

SEC 命令共同基金披露交易成本，但这并没有使相关信息得以公开，反而使其变得更加模糊和混乱。只报告易于观察的佣金却忽视难以观察到的市场冲击成本，这会导致两个问题。首先，佣金造成的影响对投资收益构成了打击，因为它侵蚀了基金的资产净值，并非因为它增加了基金的管理费用，只对佣金进行报告促使投资者相信费用所代表的成本高于所公布的管理费用。第二，佣金只代表基金造成的交易成本中可计量的那部分。交易行为的市场冲击给基金收益造成了更大负担，抬高了对投资组合进行换手所需的开销。SEC 的规定只要求报告易于观察的佣金却忽视不易观察的市场冲击，这就误导投资者低估了投资组合换手对共同基金收益的影响。

佣金是交易成本中的可见部分。理柏的数据分析显示，2002 年，采用主动管理的股票型共同基金支付的佣金大约占资产的 0.2%。如表 7.9 所示，共同基金业的交易行为在范围上更为广泛。主动管理程度最高的 1/4 资产的加权平均换手率高得惊人，达到 152%，这与其默认持有期低于 8 个月是一致的。主动管理程度最低的 1/4 资产的换手率很低，只有 16%，这有利于投资者，其对应的默认持有期是 6.25 个月。佣金直接随着交易的活跃程度而变化是不足为奇的。在所研究的投资组合中，换手率最高的 1/4 消耗了 0.46%的资产，而换手率最低的 1/4 则仅仅消耗了 0.04%的资产。主动管理人支付的佣金直接从共

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同基金的资产中转移到华尔街的经纪人手中，原本希望通过进行交易来创造更好的业绩，结果却是徒劳。

表 7.9 投资组合的高换手率增加了成本

	按资本总额加权的换手率(%)	默认持有期(年)	按资本总额加权的佣金(%)
前 25%	152	0.66	0.46
第 26%–50%	64	1.56	0.19
第 51%–75%	35	2.86	0.12
第 76%–100%	16	6.25	0.04
基金总数量	9,217		7,470

来源：理柏公司。
备注：每个四分位数分别包括共同基金资产的 1/4。用于研究换手率和佣金的基金数量不同，因为有些基金没有公布关于佣金的信息。以上数据截至 2002 财政年度。

事实证明，交易行为造成的市场冲击比易于观察的佣金更难量化。泰德·阿伦森（Ted Aronson）是一位成功的资产管理公司负责人，根据他的估计，采用主动管理并选择市值居于前 500 位的证券所构成的投资组合，若每年的换手率为 100%，其业绩比在没有佣金的情况下低 0.5%。市值更小的证券要支付更高的交易成本。如表 7.10 中所示，第二、三、四组的 500 只证券损失了 1.25%到 3.0%的资产，它们都流入了华尔街各家资产管理公司的腰包。假设投资组合的换手率为 100%，第五组证券每年要支付的成本达到资产的 3.75%，令人瞠目。在所有情况下，市场冲击带给管理人的收入大大超过了佣金。市场冲

表 7.10 市场冲击给收益造成了损失(%)

估算的资本总额	估算的证券市场佣金	交易行为的总体冲击	成本
最大的 500 只证券	0.12	0.51	0.63
第二大的 500 只证券	0.25	1.25	1.50
第三大的 500 只证券	0.38	2.34	2.72
第四大的 500 只证券	0.56	3.00	3.56
第五大的 500 只证券	0.76	3.57	4.33

来源：阿伦森，Johnson&Ortiz 投资公司，LP。
备注：假设选用年换手率为 100%的主动管理型投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



击是很重要的。

让我们看一下市场冲击带来的以市值进行加权的成本。阿伦森在估计成本时选用了市值最大的 2500 只证券，它们的市值之和占到市场总市值的 97%以上，而其中最大的 500 只证券就占据了整个市场总值的大约 80%。按每组的相对市值对这五组进行加权后，可以得到这样一个结论：对于年换手率为 100%的投资组合，市场冲击每年要侵蚀掉总资产的近 0.8%。按资本总额进行加权的佣金占 0.17%，再加上市场冲击损失的 0.79%，最后的总交易成本为资产的 0.96%。采用主动管理的交易者身处逆风而行的困境。

阿伦森估计的交易成本适用于共同基金业绝大部分领域。理柏的数据显示，2002 年，有 38%的股票型基金的换手率超过 100%。根据阿伦森的研究，对于共同基金全部资本的近 2/5 来说，每年把投资组合换手一次是最佳选择。

由于共同基金业按资本总额进行加权平均的换手率达到 67%，要描述整个市场的交易成本，就需要对阿伦森的数据（它们是在假设周转率为 100%的前提下得出的）向下调整一点。把观测到的换手率应用到市场冲击造成的估算成本上，可得出：在 2002 年，投资组合交易造成的市场冲击使收益减少了 0.5%还多。

采用主动管理所产生的交易成本为投资成功设置了一个很大的障碍。2002 年，公布的佣金额占资产的 0.2%，市场冲击成本达 0.5%。交易成本使共同基金的收益减少 0.7%还多①。获胜的是华尔街，落败的则是共同基金投资者。

不同风格投资策略的交易成本

对成长型和价值型基金投资组合的换手率进行的统计，符合对不同风格管理特点的先验假设。成长型基金热衷于投资当下的热门股票。基金交易者渴望获得一时的喜悦，他们谋求快速执行交易以确保自己能买到那些受欢迎的股票。投资组合的经理人频繁炒卖股票，卖

① 0.73%的总交易成本是这样计算出来的：把阿伦森估计的市场冲击（0.53%）与理柏观测到的佣金（0.20%）相加。如果使用阿伦森估计的市场冲击和佣金，总交易成本为 0.64%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出风光不再的股票，买进今天风光无限的股票。如表7.11所示，成长型基金经理人的疯狂行使它们的平均换手率达到97%，大大高于所有股票型基金67%的平均换手率。成长型基金经理不算是拥有股票，只是在短期内租用它们，因为其平均持有期稍多于1年。

表7.11 投资组合的高换手率减少了与佣金有关的收益

基金类型	按资本总额加权的换手率(%)	默认持有期(年)	按资本总额加权的佣金(%)
主动管理的股票型基金	67	1.49	0.20
股票指数型	8	12.05	0.01
成长型	97	1.03	0.28
价值型	43	2.33	0.16
大盘成长型	102	0.98	0.25
大盘价值型	39	2.56	0.13
小盘成长型	106	0.94	0.41
小盘价值型	49	2.04	0.26

来源：理柏公司。
备注：上述数据反映了被报道的共同基金在截至各自的财政年度末的12个月里的情况。上述数据来自2002会计年度。

成长型股票组合的高换手率造成很高的佣金。2002年，成长型基金发生的佣金占资产的0.28%，高于普通股票型基金0.2%的佣金水平。投资组合的高换手率会使市场冲击的成本提高，尤其是对成长型基金，因为成长型投资策略需要快速执行交易。华尔街提供了所需要的流动性，但却是以一个很高的价格。成长型基金的管理者既要在拥挤的市场上选择股票又要快速操作，在这样一个环境下进行操作需要付出昂贵的代价。

同成长型基金经理的快速出手相比，价值型基金经理会在深思熟虑后确立目标。价值型基金选择在冷门领域进行投资。交易者买进那些投资者都不看好的股票，并谨慎地增持头寸，缓慢地建仓。投资组合经理人明智而审慎地进行买卖，他们选择的股票虽然在今天还是一只丑小鸭，但却有希望在明天成为美丽的白天鹅。价值型基金的换手率为资产的43%，大大低于所有股票型基金67%的换手率和成长型基金97%的换手率。

与价值型股票组合的低换手率相对应的是低佣金。2002年，价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型股票的佣金为资产的0.16%，低于所有股票型基金0.20%的平均佣金水平和成长型基金0.28%的平均佣金水平。市场冲击对价值型基金的制约大大低于成长型基金。价值型基金的交易者适应市场，买进别人想卖出的并卖出别人想买进的。从交易成本的角度来说，价值型基金优于成长型基金。

基金规模会影响交易成本。小盘成长型基金的佣金水平遥遥领先，为资产的0.41%，大大超过大盘成长型基金0.25%的佣金水平。这种现象在价值型基金中也存在。小盘价值型基金的佣金占资产的0.26%，而大盘价值型基金的佣金只占资产的0.13%。小型投资组合的交易需要支付很高的成本。

在共同基金领域，投资组合的换手率往往高得离谱，交易成本也高得惊人，但指数型基金则是一个例外。2002年，指数基金投资组合的换手率水平适中，为7.7%，产生的佣金仅仅消耗了资产的0.007%。颇具讽刺意味的是，指数基金经理是在一个极其残酷的交易环境下进行操作的。指数型基金的交易要求透明，与指数特征进行匹配又需要快速执行交易，这两者的共同作用增加了指数型基金的市场冲击成本。由于庄家能看到指数型投资组合的交易，这就使华尔街在交易中所得到的多于其应得到的。虽然市场环境对指数型基金的交易不利，但低换手率使指数型基金的整体交易成本保持在很低的水平。指数型基金的交易成本优势，使我们又多了一个理由去喜欢一定能实现的与市场相仿的收益，而不是虚无缥缈的高于市场的收益。

指数型基金的交易成本

换手率在指数基金领域里也很重要。精心构造的指数，如S&P500和Wilshire5000(威尔希尔5000指数)，换手率都很低，这就带来了很低的交易成本和合理的税负。结构不佳的指数，如Russell1000指数和Russell2000指数，换手率很高，不但使交易成本居高不下，也增加了税负。

S&P500指数包含的公司是固定的，这500个公司由麦格劳·希尔公司(McGraw-Hill Companies)旗下标准普尔公司的一个委员会所选取。只有在被选中的公司因合并、收购或破产而退出市场时，这个指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数才会改变构造。偏离这个指数会使指数基金的经理人获利或受损，并导致证券买卖时发生成本。标准普尔委员会根据需要来调整成份股，并使构成指数的公司数量恰好保持在 500 个。

Wilshire5000 指数对美国股市的覆盖面比 S&P500 更广，因为它包括了所有上市交易的股票。一个公司进入或退出 Wilshire5000 指数取决于合并、收购、破产、母子公司分立和首次公开募股等事项。与刻板的 S&P500 指数相比，Wilshire5000 指数更为灵活，反映了整个市场每天发生的变化，并根据新的市场形势来调整它所涵盖的公司。

尽管 S&P500 指数涵盖的股票数量要比名不副实的 Wilshire5000 指数（实际包含了 5242 只股票）少，其资本总额却很高，达到总市值的 77%，如表 7.12 所示。S&P500 指数和 Wilshire5000 指数有大部分的成份股是相同的，所以两者在统计角度上看非常相似也就不足为奇了。近些年来，S&P500 指数和 Wilshire5000 指数的换手率大致相当，在连续 3 年内的平均换手率分别是 4.3%和 4.6%。S&P500 指数的成份股比较固定，Wilshire5000 指数成份股的覆盖面极广，这就使两者的指数特性相对稳定，进而引导投资组合在每年进行适度调整。

表 7.12 指数基金换手率差异巨大

指数	成份股的数量	资产额			年换手率(%)	
		总量（10 亿美元）	占总市值的百分比	加权平均值（百万美元）	截至 2003 年 12 月 31 日的 1 年间	截至 2003 年 12 月 31 日的 3 年间
Wilshire 5000	5,242	13,300	100	71,500	4,7	4,6
Russell 3000	2,948	12,800	96	56,700	9,7	12,7
Russell 1000	991	11,700	86	61,400	10,7	15,8
S&P 500	500	10,200	77	89,700	2,0	4,3
Russell 2000	1,951	1,100	8	861	18,4	23,4
Russell 2000 成长型	1,294	753	6	876	31,1	36,4
Russell 2000 价值型	1,284	738	6	846	30,0	33,3

来源：保德信金融研究(Prudential Financial Research)基准研究：2003 年末。
备注：所选数据截至 2003 年 12 月 31 日。

S&P500 和 Wilshire5000 的换手源于市场的相关因素。当一个公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于合并、收购或破产而退出 S&P500，那么，S&P 的委员就会挑选一个新公司来取代它。Wilshire5000 被动接受公司的创立和消失，对指数构成进行频繁且必要的调整。破产的公司就消失了，现金式合并要求对收益进行重新分配，换股合并则使得被收购的公司不复存在。股票的上市驱使完全按照 Wilshire5000 指数进行投资的指数基金经理筹集现金来买进刚发行的新股，母子公司分立则只需要所持的股票名单中再加入一只新股票。虽然方式略有不同，S&P500 指数和 Wilshire5000 指数都使投资组合的换手率极低，这对投资者是有利的。

相比之下，Russell2000 指数的构造则极其不合理。该指数选取的 2000 只成份股在市值上仅次于市值最大的 1000 只股（以每年 5 月 31 日的股价为准），它的换手率非常高。每年 7 月，Russell 指数系列都要进行重新调整，Frank Russell 公司会用市值最高的 1000 只股票构造 Russell1000 指数，用市值次之的 2000 只股票构造 Russell2000 指数。市值最高的 3000 只股票则构成了 Russell3000 指数。

Russell2000 的变化发生于市值排名表的两端。在顶端，构成 Russell2000 指数的公司如果能使前一年的相对市值取得充分增长，就可以从 Russell2000 指数转而进入 Russell1000 指数。而对于原来构成 Russell1000 指数的公司，如果相对市值大幅跌落，就会从 Russell1000 指数退位到 Russell2000 指数（或者，如果市值出现巨大跌落，就将从 Russell 指数中彻底消失）。在末端，如果 Russell2000 成份股公司的相对市值下跌到一定程度，它就会很不光彩地被该指数排除在外，取而代之的是股票中的新秀。过高的换手率有可能导致不必要的高额交易成本和毫无必要的高额税单。

Russell 指数在每年进行重新构造的过程是透明且有章可循的，这给关注指数的投资者又带来了一系列的成本。当 5 月 31 日（对股票按市值进行排名的日子）临近时，敏锐的套利者会辨认出哪些股票最有可能被选入或逐出 Russell 指数。他们知道指数基金经理会机械的买入那些刚选入指数的新股票，并不假思索地卖出那些以前被排除掉的旧股票，因此他们便会买进那些可能被选入指数的股票，并卖出那些可能被排除出去的股票。等到 7 月指数进行了重新调整时，套利行为就使得基金经理要花更多的钱买进股票，并在卖出股票时获利更少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样，遭殃的就是Russell2000指数基金投资者。

更复杂的套利行为发生在Russell2000市值范围的顶端。调整指数构成造成的价格变动取决于与Russell1000和Russell2000指数相关的投资组合的相对需求。如果对Russell2000指数基金的需求超过Russell1000指数基金，那么从Russell2000指数上移到Russell1000指数中的股票将会面临价格下跌的压力，而从Russell1000降至Russell2000的股票则面临价格上升的压力。如果对Russell1000指数基金的需求超过Russell2000指数基金，情况恰好相反。不管是哪种情况，根据指数进行投资的投资者都不得不将财富拱手让给套利者。

Russell指数的结构不合理使其换手率高于最优水平。在Russell1000指数的成份股中，只有市值最低的部分会有变化，截至2003年12月31日的3年时间里，该指数的年平均换手率是15.8%。Russell2000指数的成份股则会在两端都发生变动，它在同一时期内的年平均换手率为23.4%。Russell指数的换手率大大超过设计更合理的S&P500和Wilshire5000指数，也给指数型基金的投资者造成消极影响，使他们遭受了损失。

Russell指数中还有几种是按投资风格进行分类的，它们衡量了成长型或者价值型投资组合的投资收益，换手率也更高。和覆盖面更广的上述两种Russell指数一样，不同风格的Russell指数也会根据股票的规模进行调整，而且这些基准还会随着某只股票的股价变化而变化。Russell使用股价与账面价值比率和收益增长率的估计值来判定一个公司属于成长型还是价值型。随着股价、账面价值、期望收益每年发生变化，Russell对这些公司的定位（成长型或价值型）也是不断变化的。

截至2003年12月31日的3年间，Russell2000成长指数的年均换手率为36.4%，略微高于年均换手率为33.3%的Russell2000价值指数，这两种指数的换手率都大大超过了普通Russell2000指数所公布的23.4%的年均换手率。投资者如果被动选择按风格划分的Russell指数，就会损失投资指数基金的一部分交易成本优势。

Russell指数作为投资工具存在不足，把它们用作衡量业绩的基准也存在不足。它们的构成每年都会变化，这就使主动型的经理人要面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对一个不断变化的基准。这对经理人来说是不公平的，指数调整并不需面对现实情况中交易成本造成的业绩损失。指数调整带来的套利行为并没有减少成本，反而起到了相反的作用。在新股入选指数前促使其股价上升，在旧股退出指数前促使其股价下跌，指数基金套利者减缓了基金经理获利的步伐。Russell 指数并不是衡量主动管理是否成功的好标准。

把 Russell2000 指数的收益与结构更合理的小盘指数相比，Russell 在方法上的缺陷就变得显而易见。除了 S&P500 指数外，标准普尔公司还提供两个不太有名的指数——S&P 中型股 400 指数和 S&P 小型股 600 指数，这两种指数的成份股是固定的，也都是以资本额为基础的。S&P 小型股 600 指数与 Russell2000 非常相似，两者除了成份股数量不同——2003 年底，S&P 小型股 600 涵盖 600 只股票，而 Russell2000 涵盖 1951 只股票——这两个市场衡量标准是非常类似的。如表 7.13 所示，构成指数的成分股的资本构成分类标准是一致的。根据保德信金融研究公司的一篇专题文章，小型股 600 指数与 Russell2000 指数在 5 年内每个月的相关度高达 96%。两个指数衡量的东西基本相同。

表 7.13　S&P 小型股指数战胜 Russell 2000 指数($代表百万美元)

	S&P Mid Cap	Russell 2000
公司数量	600	1,951
平均资产规模(加权平均值)	$1,100	$861
规模范围		
最高	$69	$14
最低	$4,900	$2,400
对 3 年内的换手率进行追踪	9.4%	23.4%
对 10 年内的业绩进行追踪	11.6%	9.5%

来源：保德信金融研究(Prudential Financial Research)基准研究：2003 年末。
备注：所选数据截至 2003 年 12 月 31 日。

这两个市场衡量标准最根本的差异源于标准普尔公司和 Russell 公司采取不同的指数构成方式。高换手率的 Russell 指数在进行重新构造时是受市场的驱动，与此相反，标准普尔公司挑选股票的工作由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专门的委员会负责、且采用适度的换手率。在截至2003年12月31日3年间，S&P中型股400的年换手率总计为9.4%，还不到Russell2000年换手率(23.4%)的一半。

尽管S&P中型股400指数和Russell2000指数在构成上有很多极为相似的特点，但两者的投资业绩却大不相同。在截至2003年12月31日的10年里，S&P中型股400以11.6%的业绩远远超过Russell2000指数9.5%的业绩水平，这么惊人的业绩差异有很大一部分原因在于指数重新构造过程中的套利行为。套利的利润直接减少了Russell指数的业绩，使那些根据Russell2000指数进行估值的基金经理搭了便车。除非小型资产管理公司的收益能超过Russell2000几个百分点，否则它们根本不可能战胜市场。相似的，遵循Russell2000指数的指数基金投资者也付出了代价。调整指数构造时的套利行为给被动的指数基金投资者造成了巨大损失。当然，套利造成的业绩亏损要比Russell指数可笑的重新调整所带来的高额交易成本更严重。明智的投资者不会选用Russell指数，以避免这种混乱情况的发生。

正如乔治·奥威尔(George Orwell)在《动物农场》一书中所写的，“所有动物生来平等，但有些动物比其他动物更平等”。结构合理的指数，例如S&P500和Wilshire5000，为被动的投资者提供了计算市场收益的合理标准和理智工具。结构不合理的指数，如Russell2000，反映的是被扭曲的市场，引发了不必要的交易成本，同时累积了不少延期支付的税单。严谨的投资者会仔细审视指数基金所选基准的换手率。

换手造成的税负

在基金业对投资者犯下的多种罪行中，忽略投资组合交易带来的税负是最为严重的。2002年，大约67%的共同基金资产属于应课税账户。如果市场的长期趋势是上涨，投资组合的频繁交易行为会使应纳税的投资者获得收益，由此造成的税负却侵蚀了他们的财富。在共同基金领域内，对税负的不敏感使投资者承担了高额成本。

罗伯特·杰弗里(Robert Jeffrey)和罗伯特·阿诺特(Robert Arnott)在1993年进行了一项研究，调查了换手率引起的税负对投资组合收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



益造成的影响，并总结出："把应课税的投资组合当成似乎是免税的来进行管理是很常见的，但这种做法在本质上是很不负责任的。"杰弗里和阿诺特计算了对投资组合进行换手带来的税负。他们使用35%的资本利得税率和6%的税前增长率（大约等于美国股票在长期内的资本增值水平），并得出结论：即使程度适中的换手率也会造成很高的成本。例如，如表7.14所示，10%的换手率带来的税负会使收益减少整整1%，相对于6%的税前收益，这个代价有点高。换手率为100%的情况更为极端，税后收益比税前收益低2%还多。

表 7.14　投资组合换手减少了税后收益(%)

换手率	税前收益	税后收益
0	6.0	6.0
5	6.0	5.4
10	6.0	5.0
25	6.0	4.4
50	6.0	4.1
100	6.0	3.9

来源：阿诺特，杰弗里。投资组合管理，第19期，no.3(1993)：第19页。

回想前文所提到的，共同基金按资本总额加权的换手率在2002年达到67%。如果投资者要交纳税率为35%的资本利得税，并获得6%的税前收益，则纳税人的收益将减少大约1/3，只获得大约4%的年收益。

当然，换手并不意味着必然会给投资者造成巨大损失。如果换手后挑选的证券能带来出色的税后收益，那么投资者为此而承担的税负就是合理的。归根结底，卖出赚钱的头寸带来的税负确实会为投资成功造成极大的障碍，要克服这个障碍就要靠投资组合中新买进的头寸了。

应课税的收益分配

共同基金投资者每年获得的收益分为普通收入和资本利得。不管投资者对共同基金的持有期有多长，在共同基金收益分配日持有份额的投资者对基金的全年收益分配负有纳税义务。

共同基金要承担的税负来源于两个方面——普通收入和长期资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本利得。普通收入包括红利、利息和短期资本利得。顾名思义，对长期资本利得进行分配指的是把持有证券所获得的净增值按优惠税率进行分配。

最近几年来，普通收入带给共同基金投资者的税负比较适度。低红利、低利率和反复扣除运营费用会减少共同基金持有者所获得的收益分配。让我们看一下截至 2003 年 12 月 31 日的 10 年间规模最大的两只股票型共同基金。如表 7.15 中所示，在这 10 年中，先锋 500 指数基金每年分配的普通收入为资产的 1.9%，最高为 1994 年的 4.8%，最低为 2000 年的 1.0%。对于主动管理型的富达麦哲伦基金，其股息率低于市场平均水平，费率也比先锋 500 指数型高，它在这 10 年里分配的普通收入为年均 0.7%，这使它在普通收入方面带来的税负要低于与市场相似的先锋 500 指数基金。

表 7.15 应课税的收益分配降低了投资者的收益（占资产的百分比）

	先锋 500 指数基金		富达麦哲伦基金	
年份	普通收入	资本利得	普通收入	资本利得
1994	4.8	1.5	0.2	3.5
1995	2.3	1.7	0.7	5.7
1996	2.1	0.4	1.3	15.2
1997	1.7	0.8	1.3	5.4
1998	1.3	0.4	0.6	4.2
1999	1.2	0.8	0.5	8.2
2000	1.0	0.0	0.2	3.8
2001	1.1	0.0	0.4	0.8
2002	1.5	0.0	0.7	0.0
2003	1.6	0.0	0.9	0.0
平均	1.9	0.6	0.7	4.7

来源：富达投资公司；先锋集团。

注释：先锋基金的相关数据截至每年 12 月 31 日，富达基金的数据截至次年 3 月 31 日。百分比代表基金的收益分配在相关年份占平均净资产的比重。

在分配长期资本利得时，情况就不一样了。只有在需要适应指数构成的调整或应对投资者的撤资时，指数基金才会实现资本利得或损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失。当有些股票退出指数时,模仿市场进行投资的经理人会卖出已退出的股票,并在这次交易中实现收益或亏损。而当投资者从共同基金赎回资产时,经理人就会卖出一些有代表性的证券来满足赎回请求,这时就出现了税收。

持有固定证券的指数基金,如先锋500指数基金,往往会带来较低的税负,因为它们的经理人进行的交易相对较少,从而与相对稳定的指数构成情况保持一致。在截至2003年12月31日的10年里,先锋500指数基金分配的平均长期资本利得占资产的0.6%,每年从0.0%到1.7%不等。长期资本利得的税单对该基金的投资者的收益没有造成太大不利影响。

主动管理型共同基金的投资者一般要承担更高的税负。主动的基金经理企图获得超越市场平均水平的业绩,但这几乎必然是一场徒劳,他们努力低买高卖,但却要支付佣金、对市场造成冲击并带来税负。从富达麦哲伦基金的记录来看,在截至2003年12月31日的10年间,它的年收益要比先锋500指数基金平均低1.8%,这符合理性投资者认为主动管理会造成亏损的预期。富达的这只旗舰基金在没考虑申购费和应课税的收益分配之前就出现了亏损,对于富达麦哲伦基金的持有者来说,税负简直是雪上加霜。

在截至2003年12月31日的10年间,麦哲伦基金的平均资本利得很丰厚,达到每年4.7%,在熊市时最低为0.0%,在牛市时最高为15.2%。而前面所提的先锋旗下的那只基金属于被动管理型,它在每年分配的资本利得平均只有0.6%。富达的主动管理策略要使基金价值遭受双重损失——首先因为不明智的证券选择,其次是因为税负被提高。

共同基金经理很少控制股息和利息的分配,这是投资于盈利性证券的自然结果。但对主动管理型的基金来说,资本利得的实现完全靠投资组合经理的操控。具有讽刺意味的是,利润却造成了亏损,因为卖出赚钱的证券使共同基金经理有望获得收益,却很少会考虑这将带来的税负。谨慎的投资者会非常关注主动管理对税负造成的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潜在税负

税负并不仅限于普通收入和长期资本利得。投资者在对股票型共同基金注入新资金时，通常承担很大的潜在税负，这是源于基金的投资组合积累了未实现的资本利得。虽然基金的新申购者不会从未实现资本利得的增值中获得好处，但作为新投资者，他们仍然要承担相关的税负。随着时间的流逝，如果基金经理实现了“内嵌资本利得”(即一开始未实现的资本利得)，那么投资者在得到相应份额的资本利得时也会收到一张税单。与此相反，如果基金经理能用未来的损失抵消掉“内嵌资本利得”，那么投资者就没有机会从未来的损失中获得好处。不管在哪种情况下，只要投资者购买了含有“内嵌资本利得”的共同基金，就会遭受损失。

巨大的潜在税负使谨慎的投资者望而却步。表 7.16 中的时间序列描述了富达麦哲伦基金和先锋 500 指数基金的投资者在 10 年内面临的各种潜在税负。具有讽刺意味的是，这两只对税负最敏感的基金却承担着最大的潜在税负。因为有税负意识的基金经理会努力去避免实现资本利得，由此造成的低换手率策略将非实际资本利得逐渐累积起来。结果，先锋 500 指数基金出现持续高比重的未实现资本利得，在截至 2003 年 12 月 31 日的 10 年间，其平均水平占总资产的 28.1%。我们要注意基金收益与未实现资本利得的相关性。与高额收益相对的是逐渐增加的未实现资本利得，与微薄收益相对应的是逐渐减少的未实现资本利得。牛市投资者在买入的同时要承担巨额潜在税负的风险最高。

表 7.16 潜在税负威胁着未来的税后收益 未实现的资本利得(占资产的百分比)

	先锋 500 指数基金		富达麦哲伦基金	
年份	基金业绩	潜在税负	基金业绩	潜在税负
1994	1.2	10.9	8.2	16.0
1995	37.4	26.0	28.4	26.3
1996	22.9	28.1	9.1	19.7
1997	33.2	36.5	45.4	39.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(续表)

年份	先锋 500 指数基金		富达麦哲伦基金	
	基金业绩	潜在税负	基金业绩	潜在税负
1998	28.6	42.1	25.6	46.9
1999	21.1	43.1	21.1	48.3
2000	−9.1	34.2	−24.2	27.9
2001	−12.0	22.5	−0.8	27.1
2002	−22.2	−2.7	−24.7	3.4
2003	28.5	17.8	30.4	25.4
平均		28.1		25.9

来源：富达投资公司；先锋集团。
注释：先锋基金的相关数据截至每年 12 月 31 日，富达基金的数据截至次年 3 月 31 日。百分比代表潜在税负在相关年份占平均净资产的比重。

主动管理使税负问题趋于恶化。对于富达麦哲伦基金的应课税持有人来说，其资本升值要遭受三重损失。首先，投资收益低于市场平均水平，这可以从该基金的年收益要比先锋 500 指数基金低 1.5%中看出来。第二，该基金分配长期资本利得使投资者每年要承担的税负平均占到资产的 4.7%，而先锋 500 指数基金的相应税负水平却仅为资产的 0.6%。第三，在 2004 年初，麦哲伦基金的投资者面临更高的潜在税负，因为先锋 500 指数基金的未实现资本利得占资产的 17.8%，而麦哲伦基金的未实现资本利得则高达资产的 25.4%。富达麦哲伦基金的税负特点使那些已经失利的投资者更加痛苦。

新投资者要面对潜在税负造成的不利影响，而这会使原有投资者获益。其实，新投资者承担了原有投资者的一部分潜在税负。当然，新投资者很快会成为原有投资者，他们的税负又会有一部分被转嫁到更新的投资者身上。

当共同基金出现未实现净损失时，新老投资者的立场就相反了。如果原有投资者手上的基金出现净损失，他们希望未来收益能得到保障。新投资者在买入的同时可以采取避税行为，从而削弱了原有投资者的地位。这种奇怪的结构框架使新老投资者的税收待遇大不相同，也给共同基金投资者的命运又增加了一个未知数。

牛市会使大量资金流入共同基金，这无疑会掩饰股票型共同基金累积的巨额未实现资本利得引起的各种问题。资金的不断流入使基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金经理管理的投资组合规模不断扩大，他们就不需要冻结一部分资产以满足投资者的赎回请求，同时，也为重新构建投资组合要进行的交易提供了现金。

如果没有资金持续流入共同基金，那么投资者的处境将完全不同。如果基金经理力图满足赎回请求或在投资组合中增持新头寸，那他们就会卖出证券，从而使收益得以实现。已实现的收益会使仍然持有基金的投资者承担资本利得税。应纳税的投资者必须警惕那些积累了大量未实现资本利得的基金。

大多数共同基金持有者的行动难免会影响单个投资者的纳税情况，有利还是有害取决于各个投资者的情况，投资组合经理人的行为也会影响投资者的税单。应征税的投资者在向共同基金投资组合投入资金时，必须带着怀疑态度去仔细考虑税负带来的影响。

从投资和税负的角度看，高换手率都是毫无意义的。通常来讲，投资市场的定价机制是充分有效的，要利用极少出现的价格扭曲需要能有长期持有的耐心。应纳税的投资者希望收益能得以延期，从而推迟不可避免的纳税责任。除了低换手率能给投资和税负带来好处之外，精心设计的投资组合管理策略在限制软性费用和定向佣金的同时也带来了收益。不管过度交易会增加税负还是降低收益，它都损害了共同基金投资者。

投资者造成的换手成本

除了在共同基金投资组合中过度频繁地买入和卖出造成的惊人损失之外，如果投资者赎回和调换自己持有的共同基金不能带来收益，就会给自己带来另一重损失。共同基金持有者的目光不够长远，而是让希望战胜了经验，频繁卖出明显令人失望的基金，然后买入前景可能看好的基金。卖出一只基金后再买入一只基金的交易行为带来的成本，包括税负带来的不利后果和原本可以避免的申购费。

基金的换手率之高令人吃惊。美国投资公司协会公布了共同基金的赎回和换手数据，这些数据表明基金每年流出的资金平均占到资产的35%，相对应的平均持有期只有2.9年。换手率看上去比较连

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



贯。如表 7.17 所示，在 1994—2003 年的 10 年间，基金的年换手率最低为 30.3%，对应的持有期为 3.3 年，最高为 42.2%，对应的平均持有期为 2.4 年。

表 7.17　投资者频繁换手共同基金，导致收益受损

	共同基金换手率(%)	持有期(年)	股市收益（截至 6 月 30 日的 3 年期间）
1994	31.9	3.1	10.4
1995	30.3	3.3	13.7
1996	31.2	3.2	16.8
1997	32.2	3.1	26.7
1998	34.8	2.9	28.1
1999	37.7	2.7	25.8
2000	40.4	2.5	19.1
2001	37.3	2.7	3.5
2002	42.2	2.4	−8.2
2003	32.0	3.1	−10.6
平均	35.0	2.9	

来源：美国投资公司协会；威尔希尔合伙人公司。
备注：分析使用的是从 1994 年 1 月 1 日到 2003 年 12 月 31 日 10 年间的月度数据，测算了相对于平均净资产的赎回和换手情况。2.9%的月换手率相当于 35%的年换手率。

共同基金持有者对所持头寸进行频繁换手，使自己遭受了损失。对应课税账户中大约 2/3 的基金资产来说，不断赎回基金带来了预料之中的税负。要注意的是，对股市在 3 年里的收益（相应的持有期在 3 年左右）进行追踪的结果显示：共同基金投资者在 1994—2003 年间每年的总收益都颇为丰厚。有数据表明，通过赎回或换手份额，共同基金投资者实现了大量不必要的应课税收益。

两种不确定性使应纳税投资者自作自受的结论不成立。首先，换手行为可能集中于递延税账户，即赎回和换手不会给现在造成税负。其次，换手行为的动机可能是出于实现合理亏损而非不合理收益。考虑到投资大众一般缺少理性行为，这两种情况都不可能发生。

值得一提的是，不管出现亏损的几率是大是小，换手率都保持在比较稳定的水平。在市场收益良好的年份，如 1994 年到 2000 年期间，对税负敏感的投资者会避免换手行为，而在市场出现亏损的年份，即 2002 年和 2003 年，则会选择换手。但情况并非如此。事实上，在 2000

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年第一季度，基金的换手率达到样本期的最高水平 51.4%，这就意味着平均持有期还不到两年。此时，市场在 3 年内的收益水平为 19.1%，广阔的市场基础使极少的基金出现亏损，只有最无能的投资者才会亏损。与此相反，在 2001 年到 2003 年时期，市场收益不高或者为负，这时的投资者可能要面临亏损，也就导致共同基金的换手率低于平均水平。投资者在市场高峰前后的行为违背了理性投资者假说。

赎回和换手行为除了会带来不利的税收后果之外，那些对投资组合进行“炒单”的投资者，还要支付更高的费用。在从经纪公司购买的共同基金中，有超过 60%的基金面临的最大风险是费用导致资产缩水，前端费用则是一个最明显的威胁，赎回基金份额转而去购买有佣基金的投资者陷入了一个难以逃脱的深渊。递延销售费用是另一个不太明显的威胁，肆无忌惮的经纪人鼓动客户在附加费用到期前对基金进行换手，从而使经纪人向客户收费，同时掏空了投资者的钱袋。

共同基金业在暗中导致了“炒单”问题的出现。晨星公司的后视型星级评级体系不动声色地鼓励基金持有者以更高价买进五星级基金。经纪公司的动机很明确，那就是奖励那些能重复收取前端费用和递延销售费用的经纪人。投资者会发现形势对他们非常不利。

共同基金换手率的统计数据描述了一个令人沮丧的事实。除了投资组合管理人造成的税负之外，对基金进行过度频繁的交易也使投资者的税单不断膨胀。基金炒单时投资者更有可能交纳递延销售费用，同时也使他们更有可能面临新一轮的销售费用。对基金进行换手并没有实现原来的目标，反而使投资者的财富缩水。

对可见主动管理成本的小结

进行主动管理付出的成本侵蚀了市场收益的很大一部分。以中等水平的美国股票型共同基金管理公司为例，2002 年，管理费用大约占资本的 1.5%，佣金消耗了 0.25%，市场冲击又抽走了 0.6%。总体看来，2.35%的资产在主动投资者的账户上消失了，对于一场“零和博弈”来说，这个代价过高。

要注意的是，每年 2.35%的费用并不包括前端费用或递延销售费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



用这些侵蚀资产的成本。有些愚蠢的投资者直接给金融顾问送钱，他们在主动管理中获胜的机会更加渺茫。还要注意的是，每年 2.35%的费用忽略了投资组合换手或共同基金炒单所带来的不利税收后果。愚蠢的投资者向美国政府交纳了不必要的税，也为取得主动管理的成功设置了巨大障碍。

2002 年，2.35%的资产被费用、佣金和市场冲击等吞噬，而根据罗伯特·阿诺特的研究，共同基金在 20 年里的年亏损率接近 2.1%，这两者非常一致。在进行这项比较前要注意几点。首先，费用、佣金和市场冲击造成的负担在多年内可能会发生变化。根据 SEC 的统计数据，共同基金的管理费用在过去 20 年间比较稳定，但对于投资组合换手造成的成本却没有可靠的历史数据。尽管如此，主动管理的成本比 2%多一点，而业绩亏损也比 2%高一点，两者的惊人相似并不仅仅只是一种巧合。

如果共同基金的业绩总亏损与主动管理策略的总成本一致，那么一个合理的解释就是作为一个团体的共同基金投资组合管理人并没有展示出任何主动管理的技巧。如果主动管理人的选股技术娴熟，那将会带来超过市场平均水平的收益。由于主动管理构成了一个零和博弈，只有在市场的其他参与者亏损时，共同基金管理人才会获利。相比之下，如果主动管理人的选股技术欠佳，那他们创造的收益将低于市场平均水平。在主动管理的零和博弈中，业绩不佳的共同基金管理人补偿了其他市场参与者的收益。由于进行主动管理的成本与长期的业绩亏损密切一致，这使共同基金管理人创造的业绩似乎既不好于也不差于其他股市参与者的业绩总和。很明显，共同基金管理人付出了巨大的努力，但却并没有取得什么成果。

对共同基金资产进行主动管理的意义不大。在交纳管理费用之前、交纳佣金之前、面对市场冲击之前、交纳销售费用之前、交纳附加费用之前，直至交税之前，主动管理型共同基金的投资者都在靠抛硬币做决定。而在支付了所有费用和开销之后，投资者就要面临业绩亏损。理性的投资者会避免采取主动管理策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章小结

在信托人责任和利润最大化的竞争中，管理费用和交易成本是最重要的战场。在主动管理的情况下，投资者利益遭受了巨大损失。利润战胜了责任。

销售费用是对投资者的一种冒犯。销售费用会减少确定收益，而买入免佣基金的投资者则可以避免这种损失。事实上，有证据表明有佣基金的费用高低与其业绩亏损程度是一致的。尽管人们普遍认识到了免佣基金的优越性，但有佣基金仍然非常普遍，这种情况是由于经纪业在推销基金时想要收费的贪欲所推动的。

即使没有销售费用带来的可怕障碍，主动管理型基金的投资者也要面临一条艰难的道路。2002年，业绩中等的基金在管理费用上损失了大约1.5%的资产，在佣金上损失了0.25%左右，市场冲击造成的损失据估计为0.60%。主动管理的总成本大约为资产的2.35%，对所有投资者而言，这都是个巨大的障碍，除非他们是技巧最为娴熟或最为幸运的。

指数基金是一个明显更佳的投资选择。先锋500指数基金的费率还不到普通股票型基金以美元所计费率的1/5。先锋指数型基金支付的证券交易佣金只占资产的0.005%，仅为以美元所计平均佣金的1/40。据估算，先锋基金7%的换手率所带来的市场冲击，比普遍主动管理型基金的市场冲击低90%。低管理费用、低佣金和低换手率赋予指数基金巨大的优势。

然而，不是所有的指数基金对投资者都是合适的。许多众所周知的指数基金由于指数结构不合理会导致高额换手率、高额成本和高税负。谨慎的投资者会选择基础广泛、结构合理的指数基金。

交易的税收后果对投资者肯定很重要，因为超过2/3的共同基金资产位于应课税账户中。税负对投资组合管理人的关系则很大，因为过高的换手率不可避免会将大量资本利得频繁地分配给投资者，这不是他们喜欢的。有一则没有得到认可的传言说他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在管理应课税资产时就好像它们是递延税账户一样，而监管当局和大量投资者都极少注意到这一点。

从纳税的角度来看，指数基金再次提供了一个足够好的选择。尽管被动复制市场指数不足以减少总税负，但指数基金的低换手率带来的税后业绩还是优于几乎所有的主动管理型投资组合。

共同基金业在20年内的年度业绩亏损为2.1%，而2002年主动管理的成本为2.35%，两者存在明显的对应关系，这意味着共同基金业并不具备娴熟的选股技巧。作为一个团体，共同基金经理人创造了极为平庸的业绩，只能得到一个C的评级。共同基金投资者对C级业绩支付了A级费用，得到了一个不及格的分数。

对投资者进行教育是摆脱共同基金可怕局面的唯一可靠方法。共同基金业的逐利行为使投资者的利益与基金管理公司的目标出现冲突。高额的管理费用、膨胀的资产规模和对税负不敏感的交易行为对投资者利益造成了严重损害。

委托人和代理人的冲突造成一些显而易见的问题，并将共同基金投资者置于非常不利的位置。不幸的是，这种情况仍在继续，一系列不太明显的力量进一步破坏了共同基金投资者创造收益的前景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8 Hidden Causes of Poor Mutual-Fund Performance

第 8 章 共同基金业绩不佳的深层原因

共同基金的投资大众面对一系列破坏业绩的行为，这些行为只会给投资者带来失望的结果。首当其冲的是高额费用，因为不可避免的前端费用、过高的管理费用，适得其反的 12b-1 费和无谓的激励费用共同发挥作用，使投资者想要得到超额收益的希望破灭了。不适当的投资组合成交量会损害税前收益和税后收益。资产管理规模的扩大使共同基金管理公司收取了可观的费用，也给共同基金投资者获得收益带来了难以克服的障碍。共同基金这些显而易见的特征，为避免主动管理型基金提供了充足的理由。

对于投资者来说，不幸的是，一系列不易察觉的行为进一步破坏了股东的愿望。经纪公司和基金管理公司之间不透明的薪酬方案使投资者听闻了腐败的消息。过期价格交易提供了一种使基金公司利润膨胀的机制。软性费用损害了投资者的利益，并扩大了共同基金公司的账本底线。共同基金的这些隐性特征为避免主动管理型基金提供了额外的理由。

在共同基金寻求的利润中，其中一大部分来源于那些合法但不得体的行为，这些行为对投资大众来说是不透明的。20 世纪二三十年代，华尔街的交易商能在开放式基金的分销中与小投资者进行交易，并从中获利。到了 20 世纪 40—60 年代，共同基金公司增加利润的方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法是允许大型投资者利用过期价格牟取超额利润。从 20 世纪 70 年代一直到 21 世纪初，基金公司增加收入的途径是广泛使用软性费用，并继续准许共同基金的择时交易策略。十年十年地过去，共同基金业一直都支持那些有利于交易商和大型参与者的投资策略，仅仅是因为这种偏袒虽然极不道德，但却可以增加共同基金业的利润。

有些基金公司从合法的骗局中牟利，更令人遗憾的是，众多基金公司还从不合法的活动中获利。纵观共同基金业的发展历史，投资公司不仅蔑视常理，而且蔑视规则、规章和法律，以牺牲个人投资者的利益为代价来推进自己的账本底线。基金公司违背了发行文件的条款，允许优先客户进行盘后交易，并为对冲基金操作者进行择时交易提供便利。共同基金公司忽视了 SEC 的规章，使用软性费来购买明令禁止的商品和服务。在大量令人沮丧的情况下，共同基金公司跨越了底线，从不道德的行为发展到不合法的行为。共同基金管理公司寻求利润，不管是合法的还是不合法的，一年又一年地践踏着个人投资者的利益。

考查一下共同基金业的发展历史，就会得出一个令人沮丧的结论，那就是事实证明：法律法规并不足以抗衡共同基金公司在贪婪的驱使下所拥有的创造力。有时，比如 12b-1 费和软性费用的例子，法律对不利于投资者的行为给予明确批准，这就会带来问题。在其他情况下，虽然人们普遍认识到并承认了基金公司的权力滥用，监管者却未能采取行动。最后，在监控者正确处理的情况下，基金管理业又会找出新的办法来继续以前的权力滥用。获胜的是共同基金管理人，落败的则是共同基金投资者。

信托责任和账本底线

在 2003 年出现共同基金择时交易和盘后交易的纠纷之前，资本研究管理公司（Capital Research）的资深主管兼美国投资公司协会（Investment Company Institute）时任主席小保罗·哈佳（Paul Haaga, Jr.）称该行业的特征是“无丑闻”，并夸口说：“在过去的 3 年熊市中，公司和投资者之间关系没有破裂的原因就是信任。我们的股东相信我们将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的最大利益放在心中，并在此基础上管理着他们的共同基金”。他的这番陈述是在共同基金丑闻曝光的3个月前做出的，《纽约时报》受人尊敬的专栏作家格莱金·摩根森(Gretchen Morgenson)授予哈佳“骄者必败”的奖项。深受丑闻之苦的投资者什么都没有得到。

经过考虑，哈佳若有所思地说道：“‘无丑闻’这个词从来没有用过。那不是正确的意思。那就像是是说‘嘿，把你的钱交给我们，也许我们不会把它偷走的’。”这种对于高伦理标准的表达方式带给共同基金投资者的是敷衍性的安慰。

哈佳对共同基金忠实性的这一声明显然忽略了共同基金的发展历史。从第一只共同基金向投资者发行份额的第一天起，基金管理公司就不遗余力地向世界展示它们对投资者友好的面孔。即使基金管理人在口头上把信托责任说得很好听，但在为管理公司创造利润和为投资者利益服务的竞争中，明显获胜的还是账本底线。基金管理公司从一系列渠道中创造了利润，从合法、透明的费用安排到秘密的、不透明的回扣方案。考查一下共同基金业发展史上的权利滥用，就可以明确表明，一张对投资者友好的面具掩盖了该行业惟利是图的真实面孔。

花钱才能参与

当共同基金投资者从经纪公司那里购买份额时，一些隐性刺激常常会使经纪人去推销某些特定的基金。在一个真实地对投资者不友好的事件中，经纪人佣金业务组织在基金集团(资本集团，富达，联合，达孚等)之外收取费用，作为事先提供者，用秘密的手段来榨取更多的钱，尽管还有销售共同基金的费用。作为给经纪公司报酬的交易，共同基金集团对经纪人销售有特殊的办法，激励经纪人去推销他们所偏爱的基金，歪曲客户从经纪人那儿得到的建议。在时髦的金融圈子，卑鄙的行为被委婉地称为“利润分享”，更直接的说法是“花钱才能参与”。

共同基金公司付费给经纪人，这与投资者利益产生了潜在的冲突。经纪人把目光局限于那些付出参与代价的公司，而不是从一系列基金公司中选择。来看爱德华·D·琼斯的例子，《华尔街日报》形容他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为“国家最大的共同基金分销商之一”。琼斯自夸有530万客户，这些客户持有1150亿美元以上的共同基金份额。公司网站称公司“关注首选的7个共同基金集团，这些集团分享我们对服务的一样的承诺，长期投资目标，长期业绩”。根据《华尔街日报》，这些基金集团很喜欢特殊的地位，正如经纪人培训期间“琼斯告诉他们几乎是关于这些基金集团的独家信息……通常是令人失望的经纪人与代表对手基金的销售人员之间的合同”。

琼斯的网站没能揭露它从基金公司收到的用来购买基金公司中意的地位的款项。从2002年的8600万美元到2003年9000万美元，这一大笔隐藏的贿赂在一个优秀基金组合中购买了他们非常理想的部位，这些基金是琼斯经纪人向客户兜售的，即使当时经纪人并不鼓励客户从7个中选择共同基金。根据波士顿金融资询公司的调查，琼斯的90%到95%基金销售公司包括在他们所偏爱的公司名单上。

资本研究管理公司的美国基金证实他们给琼斯支付了一定金额的金钱以接近到公司的经纪人。一个公司的发言人证明那些支付的金额是“见到个人金融顾问，并向他们解释我们的产品和基金”的渠道。事实证明这样的见面是有效的，琼斯排在了美国基金销售榜的第一。

在一般业绩较强的美国基金的例子中，投资者也许会考虑为得到偏好对待的支付的弊端。在帕特南的例子中，另一个琼斯的“偏爱的共同基金组合”，弊端在减仓时显现了出来。不仅仅是帕特南在2000年股市泡沫之后的不幸事件中得到了糟糕的结果，公司也在卷入丑闻事件时同样得到了令人失望的回报，包括公司基金管理者决定的公司基金的市场时机。当他选择帕特南作为一个偏爱的基金发行者时，琼斯头脑中的“服务的承诺”是什么？

当然，道德失误和弱的投资业绩增加了对“参与的代价”佣金的不满，强的投资业绩表现也没能为这种糟糕的行为辩护。来自共同基金公司向经纪人公司支付的费用，肯定会偏向于客户的建议，参与的代价给每个参与这个行为中的团体的名誉都抹了黑。

参与的代价体系充满了整个琼斯的公司文化，根据《华尔街日报》，列在偏爱名单上的基金公司“为了琼斯经纪人的加勒比海旅行和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非洲野生动物参观而付费"，在此期间，"基金公司代理人向不得不买的群众销售大量的基金"。超过一半的基金公司经纪人销售足量的偏爱的基金来完成半年时间的毫无价值的工作。

尽管琼斯被深深卷入了参与的代价这个泥泞的世界里，公司还是以一副貌似虔诚的姿态来面对这个丑闻。2003 年 11 月 6 日出版的《纽约时报》用一个整版刊登了琼斯的管理合伙人约翰·巴克曼和首席运营官道格拉斯希尔写给 SEC 主席威廉唐纳森的信件。信中不诚实地说道，"完全不知道 20 世纪 90 年代末发生的任何影响到一些基金管理者的事"，信中还说"投资者有权要求透明度，他们应该知道他们为什么付费和我们经纪人得到什么"。真遗憾，琼斯没能够在给别人提供道德建议之前先考虑下自己。

参与的代价让投资者的损失达到了最大，爱德华·D·琼斯公司的客户没有从共同基金管公司支付给公司的巨额款项中得到任何收益。事实上，由于经纪人对基金选择的限制和为了抵消支付给共同基金公司的负担而收的高额费用，使客户利益受到了损失。参与的代价也是理性的投资者避免经纪人控制共同基金的另一个原因。

付给偏好基金的配售费用败坏了大多数参与共同基金的最大的参与者的名声，5 个最大的共同基金集团中就有 4 个卷入参与的代价事件中。摘自共同基金的章程语言的说明在表 8.1 中再现，描述了令人心寒的贿赂事件。富达集团、资本集团、景顺集团和太平洋投资管理公司参与了这个肮脏的交易，只有先锋集团给投资者提供了一方安全的净土，先锋集团不是通过中介经纪人或交易者的市场基金。

2004 年秋季之前，共同基金公司有时使用扭曲了的定向佣金网络，而不是为了优惠的市场待遇直接支付来补偿华尔街经纪人。定向基金来自于一个基金管理者支付高于市场的价格来交易，该基金管理者命令经纪人尽最大能力购买任何大量的商品或服务，当满意于参与费用时，定向基金造成了共同基金股东忍受参与费用这种形式的较高地交易费用成本和较低的投资回报。定向佣金没有任何法律上标明的目的。在那些使用定向佣金来支付基金配售的例子中，该行为更呈现一种违法的味道。

使持续不断的参与费用丑闻得到缓解的是，最大的基金集团中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



只有3家采取了抬高佣金以达到参与费用责任的要求。美国基金的管理者资本集团在避免投资者不友好行为时加入了先锋集团，他们的做法是利用投资者资产来阻碍投资者获得利益。[①]（当然，资本集团继续使用它的公司资产来达到贿赂目的。）富达集团、景顺集团和太平洋投资管理公司保留了使用股东的基金向经纪人佣金行业行贿的权利。事实上，富达集团对这件事特别做了明确说明，建议麦哲伦基金的股东支付的额外佣金或许应该补偿经纪人“由于对富达的其他基金做出的贡献”。麦哲伦基金的股东承担着破坏他们投资部位的成本负担和破坏其他富达基金投资部位的成本负担，共同基金公司共同存在于一个奇异的世界。

共同基金管理框架的一个明显的改进是2004年8月，SEC禁止了共同基金使用定向佣金来补偿华尔街的公司销售基金份额。SEC主席威廉·唐纳森（William Donaldson）指出：分配基金资产“很明显代表了一种利益的冲突”和“代表了一种滥用权力的机会”。共同基金的说客美国投资公司协会（ICI）对此表示强烈支持，称这一规则是“一个重大的里程碑，不仅使投资者受益，也提升了运作共同基金的诚信度”。华尔街的发言人全美证券业协会（SIA）表达了对这一规则的支持，指出“这将有利于减轻共同基金销售利益的潜在冲突”。很明显，共同基金业、华尔街和监管机构共同合作颁布了一项有利于投资大众的条款。

实际上，这个规则根本没起到什么作用。不利于投资者的“花钱才能参与”仍在继续，共同基金公司只不过需要另找其他的资金来源来履行这些可怕的义务。定向佣金这种损害投资者的行为仍在继续，共同基金公司只不过需要寻找其他的途径来配置它们以不正当手段获得的利润。SEC忽略了投资者遭受损害的根本原因，即“花钱才能参与”和定向佣金，SEC采取的折中方法没能成功，又走了一条和以往一样的老路。

---

① 即使在2003年，资本集团暂停了用定向佣金来奖励经纪人销售基金的行为。2005年3月25日，《华尔街日报》报道了资本集团“……由于支付资产以外的交易佣金来补偿基金公司销售基金”。而面对全美证券交易商协会的强制性实施要求，资本集团对此表示不同意见。而且根据2005年4月1日《华尔街日报》，SEC在调查资本集团是否最好地执行交易，在这些交易中，定向佣金作为给其他交易者基金配售的补偿，资本集团正配合SEC的调查。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.1 五大基金集团中有四个都实行"花钱才能参与"

基金管理	基金	参与费用规则	定向佣金
富达集团	麦哲伦基金	FMR 应该给中介支付重金 例如银行、券商和其他服务提供商(做出贡献的服务商)……	FMR 有权以某种方式分配投资组合交易，但要考虑该基金或其他基金的份额。
资本集团	AM-CAP	美国基金分配者，作为代价，现在给投资交易者额外的补偿……同时，还给那些使美国基金的金融投资顾问和股东得到教育的会议	当投资顾客给基金组合交易下定单时，不会考虑经纪人是否卖出了投资顾客管理的份额。
先锋集团	指数型基金	该基金不通过中介经纪人在市场交易他们的份额。	因为该基金不通过中介经纪人在市场上交易他们的份额，也就没有给经纪人在销售基金的基础上的佣金。
景顺投资公司	AIM 系列基金	……(销售)行为包括……给交易者和其他机构的额外支付	…AIM 给不同的经纪人制定了不同层次的佣金…基于基金销售情况。
太平洋投资管理公司	太平洋投资管理系列	……分销商分配佣金给参与的经纪人和特定银行以及其他金融中介	…太平洋在执行投资组合交易时还会把销售份额作为一个考虑因素。

来源：富达麦哲伦基金附加信息声明，2003 年 5 月 21 日：第 12，31 页；
AMCAP 基金公司附加信息声明，2004 年 5 月日：第 20，44 页；
先锋集团指数基金附加信息声明，2003 年 4 月 28 日：B-26 页；
AIM 系列基金附加信息声明，2004 年 3 月 3 日：第 36，63 页；
太平洋投资管理系列附加信息声明，2003 年 3 月 13 日：第 49，62 页。
备注：基金按截至 2003 年 12 月 31 日时的资产管理规模排序。

ICI 和 SIA 支持禁止"花钱才能参与"和定向佣金的声明，引起了人们对共同基金管理公司和经纪行业的强烈关注。在宣传此禁令的新闻稿中，这两大交易机构都提到了使用过高佣金来出售基金过程中的利益冲突。但是，在 2004 年 8 月 SEC 做出这一规定前，共同基金业和经纪行业信奉的思想就是用客户的钱来支付回扣/佣金。没有人强迫富达集团、资本集团、景顺集团和太平洋投资管理公司使用定向佣金来作为参与的费用。ICI 和 SIA 的措辞明显是在谴责其会员在过去的所作所为。肮脏方案的交易组织在最后时刻翻脸其实掩盖了一个别有用心的计划。

事实上，SEC、ICI 和 SIA 只是精心编排了一场假戏，让公众觉得监管情况得到了改善，但私底下的交易仍然照旧。SEC 制定的这项规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则得到了业内认可，它已不再是“投资者的代言人”。更糟糕的是，SEC制造了维护投资者利益的假象，而事实却远非如此，它反而对投资者造成了直接损害。它做的改变越多，一切却越是维持原状。

有关参与费用这个贿赂计划的范围的想法，来自从资本集团美国基金取得报酬的交易者的数量。2004 年 5 月的名单，如表 8.2，包括重要的金融服务机构：美林证券和花旗证券，地区经纪公司摩的（Legg Mason）和 Raymond James，保险公司美国国际集团（AIG）和中美大都会人寿保险公司（Metlife），瑞士联合银行（UBS）和美联银行（Wachovia）。资本集团公开的名单包括直接的公司参与者和以知名度不高的子公司名字出现的公司。例如，德意志银行和 A.G.Edwards 以很容易被认出的名字出现在名单上，而恒康集团以 Signator 出现和美国万通作为投资者服务机构上榜。大多数商业银行和保险公司都隐蔽地非常好，以外界知道较少的金融咨询子公司的名义列出。不管信息披露的清晰度有多高，参与费用计划很明显影响了大量金融服务机构。

表 8.2　资本集团参与费用的合作伙伴包括大量金融证券巨头

银行	**保险公司**
花旗（Smith Barney）	美国国际集团（美国普通保险）
德意志银行(德银证券)	美国国际集团（SunAmerican Group）
纽约国民城市银行	美利达保险（顾问集团公司）
PNC 国际商业银行(JJB Hillard)	信合保险公司（信合经纪人业务）
Regions Financial(摩根)	监护人保险公司（Park Avenue Securities）
皇家加拿大银行（RBC Dain Rauscher）	荷兰国际集团（ING 顾客系统）
社会国民银行（麦当劳投资）	杰信人寿保险（国民计划持有）
瑞士联合银行（瑞士联合银行金融服务系统）	杰弗逊飞行公司（杰弗逊证券）
美国班考普—派珀—贾弗雷公司	合众集团（Signator Investors）
	林肯国际（林肯金融咨询）
金融咨询公司	美国万通（MML 投资者服务）
Cadaret,Grant 公司	中美大都会人寿保险公司
剑桥投资研究所	明尼苏达人寿（CRI）
资本分析集团	国家人寿（1717 资本管理公司）
联邦金融网	俄亥俄国家人寿（O.N 证券销售）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

银行	保险公司
Hefren-Tillotson 公司	盈科人寿(盈科集团)
Investacorp	Penn Mutual(Hornor,Townsend&Kent)
Iinsco	Penn Mutual(Janney Montgomery Scott)
国际金融合伙人公司(NFP 证券)	信安人寿保险(PPI)
证券服务网	美国安泰人寿保险(ProEquities)
	The Phoenix Companies(WS Griffith 证
投资银行	Western Reserve Life(Intersecurities)
A.G.Edwards&Sons	
贝尔德集团	**工业公司**
爱德华 琼斯	通用电器公司(通用独立会计网)
跨大西洋经纪公司	
Legg Mason Wood Walker	
美林	
Raymond James Group	
Stifel.Nicolaus&Company	

尽管投资者利益受到不得人心的利润共享行为的损害，SEC 还是简单地选择披露。综合披露并不是一个彻底地解决办法，“投资者的保护者”只是要求关于利润分享的最常规、简略的描述。2000 年 2 月的一个诉讼涉及到的问题就是围绕利润分享的，一份讨论的内容仅仅说“顾问用自己的资源大量支付……给了经纪商和其他金融中间人”。SEC 对充足的披露表示支持，指出目的是“告知投资者经纪商所面临的利益冲突的性质和程度”和“精确的披露并不是必要的”，即使“经纪商的投资了基金的客户，也不能从招募书上得知他的经纪商是否得到了大量的报酬”。很遗憾地说，SEC 批准的信息披露并没有达到投资者的需要。

无独有偶，固定缴款型养老金计划的顾问和管理人也常常会进行收益共享。据华信惠悦咨询公司(Watson Wyatt Worldwide)披露，大约 90%的 401(k)计划都是在向资产管理公司收取费用后才会把该公司的产品列入候选名单。

退休金计划的收益分享具有“花钱才能参与”的特点，这不利于投资者，因为这使他们对一些重要的财务方案模糊不清，投资产品的选择也受到了限制。虽然收入分成可能是用于支付养老金计划的管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



人、赞助人和经纪人的合理花销，但分成的收入只在很偶然的情况下才会等于上述花销。事实上，受市场影响的收入分成几乎肯定不会等于相对固定的管理成本。结果很可能是源源不断的收入成了利润的集中地。

由于收入分成偏向于那些高成本基金的决策者，而非低成本基金的决策者，这就会使供投资者选择的产品名单受到影响，先锋集团作为低成本投资产品之王也因此而受损就不足为奇了。据《纽约时报》报道，先锋集团的机构销售部主任说，曾经有很多经纪人联系他，想把先锋的基金列入某个401(k)计划的投资名单。“当经纪人意识到将我们的基金纳入一个计划并不会得到我们给予的报酬时，他们一般都会立即就将电话挂掉。”对于金融机构来说，收入分成是另外一种在个人投资者身上榨取资金的工具，而作为交换的却是投资者的产品选择受到限制。

在未来的某一天，SEC 肯定会调查投资经纪人和共同基金公司之间的暗箱交易，其中就会包括损害投资者利益的收入分成。如果监管者试图控制这种优先偿付，基金公司会找出其他的办法来谋得特殊地位，经纪人也会找出其他的机制来损害投资者以使自己获利。在任何情况下，在花钱才让参与的人手上申购共同基金的投资者，还面对另外一组费用，在投资过程中还会经历更多的利益分歧。

定价博弈

1924 年 3 月，MFS 投资管理公司在美国推出了第一只共同基金。这只基金名为马萨诸塞投资者信托，由该基金管理公司的主席梅瑞尔·格瑞斯沃尔德(Merrill Griswold)进行管理，它让中产阶级个人投资者有机会投资于一个多元化的、专业化管理的投资组合。MFS 发行这只共同基金标志着一个充满了希望，也蕴藏着危险的新时代开始了。

在 20 世纪 20 年代末和整个 30 年代，开放式共同基金的投资者面临着申购、持有和赎回基金带来的一系列高昂费用。例如，今天的开放式基金投资者是以资产净值申购和赎回基金，以投资组合的公平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场价值执行申购和赎回交易。在通过《1940年投资公司法案》之前，由分销商公布出价（他们愿意支付的购买价格）和要价（他们愿意接受的销售价格）。出价和要价之间的巨大差异使分销商有了一个几乎无风险的利润来源，但却给投资者带来了不可避免的成本。

两价制

除了显而易见的前端费用、持续不断的管理费用和交易中的出价与要价差额，投资者在20世纪二三十年代还面对一种黑暗的“两价制”，这个体制对交易商非常有利，但却对投资者非常不利。“几乎所有的开放式投资公司”都使用两价制，因为它可以为基金管理人、交易商和分销商提供特殊的交易机会，并带来无风险的或者几乎无风险的利润，信息不大畅通而且地位比较不利的个人投资者就遭殃了。

在20世纪二三十年代，在交易日的某段时间，分销商对共同基金份额的出价一般是“清算价值”（当前的专业术语是资产净值）加上销售费用。美国证券交易委员会在1940年发布的《投资信托和投资公司报告》中援引的一个例子就是由凯文布洛克公司（Calvin Bullock）发行的红利股份基金。分销商以前一天的清算价值“加上申购价格8.67%（即稍低于清算价值的9.5%）的溢价”来推销红利股份。申购价值到申购日的中午依然有效。实质上，在任何一个交易日的整个上午，红利股份的分销商都是以前一天的价格出价。

即使过期价格机制在理论上可以让投资者通过以昨天的价格交易而获利，但接近9.5%的费用使投资者实际上不可能利用这个有利可图的套利机会。然而，交易商却不会遇到这种障碍，免佣交易使他们可以利用这个体制获利。

除了能够进行免佣交易，交易商在过期交易上还有一个不易察觉的关键优势。根据红利股份的招股说明书，凯文布洛克公司会“在纽约证券交易所收市前大约1到1.5小时内，即之前的申购价格仍然有效时”告知交易商第二天的申购价格。这份招股说明书还很热心地概述了交易商享有的套利机会：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

……当下一个交易日的有效价格看上去要下跌时，交易商和投资者也许会先不以当时的有效价格购买份额，相反地，如果知道第二天的有效价格将会上涨时，他们也许会以当时的有效价格购买基金份额。

这份招股说明书没有批露的一点是：当价格已经下跌时，交易商可以从他们持有的基金份额中的空头头寸上获利。由于可以提前知道第二天的价格，进行共同基金交易时没有费用负担的交易商就能获得套利利润，却损害了那些缺乏信息且有费用负担的个人投资者。

2003 年共同基金的过期价格丑闻在发生之前就已经有了奇怪而不体面的先兆，20 世纪 30 年代的共同基金交易商就曾使用美国大陆上的时差来牟利。SEC 的上述报告指出："额外的优势使位于美国东部交易商能够在美国西部销售这些基金"，并总结得出"交易商有一整个下午的时间来用两个价格进行交易"。

很多年来，共同基金投资者一直对他们的信息劣势乐得无知，因为"在 1935 年 12 月 31 日之前，开放式投资公司的招股说明书都只字不提两价制及其操作"。SEC 声称投资者"没有意识到交易商和分销商可以获得间接利润，没有意识到两价制会导致已发行基金的资产价值减少，也没有意识到对潜在购买者很重要的信息已经被提前删除了"。

在 1935 年底之后，SEC 要求对两价制进行信息披露，这就使得一些经验丰富的共同基金投资者认识到交易商有机会利用这一体制来牟利。信息披露也没能杜绝交易商的这一行为。最终，《1940 年投资公司法案》废除了两价制，迫使基金管理公司寻找新的方法来盘剥共同基金投资者。

经 SEC 授权的过期价格

尽管《1940 年投资公司法案》颁布了禁令，个人投资者的不利地位仍在继续，大型投资者又开始想办法利用新修改的共同基金定价机制。即使 SEC 的《投资信托和投资公司报告》认识到"如果销售和赎回的价格都是基于收到订单当天收市时的资产价值，分销商和交易商在两价制下时存在或可能的很多不良交易行为就能被消除"，《1940 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资公司法案》却没能建立起这样一个体制。相反，不利于个人投资者的是，该法案缓和了“人们对这一定价方法的抗议”，即“交易商在一天内只能以某个固定或特定的价格出售基金”。

《1940 年投资公司法案》要求买方和卖方必须以最近的可用价格进行交易，这就消除了开放式共同基金在二级销售中出价与要价差异过大的问题，并消灭了能让交易商以损害个人投资者为代价获得无风险利润的两价制。然而，该法案屈从于投资业的压力，没能在法律上规定要根据当天交易日的收盘价来定价（即“向前定价”），而是继续以前一个交易日的收盘价来定价（即“向后定价”）。基金业给出的理由是“向后定价”可以让共同基金申购者用已知的价格进行交易，从而维护了投资者的利益，但却没有指出过期定价能使更大、更富有进攻性的交易者以损害普通共同基金投资者为代价为自己牟利。

在 20 世纪的整个 40—50 年代和 60 年代的大部分时间里，共同基金的过期定价使得具有剥削性的交易者将手伸向了长线投资者的钱袋。虽然《1940 年投资公司法案》使交易商没有机会再利用两价制来同时以今天的价格购买并以明天的价格卖出，但市场参与者仍然能够在今天以昨天的价格进行交易，在大涨的一天收盘前一刻迅速下单可以让投资者有机会获取暴利。用定价更高的市场交易资产来对冲低价买进的共同基金头寸，这类共同基金投资者就用不正当的手段利用了其他的共同基金持有人来为自己牟利。

除了短线参与者会直接导致长线持有人的收益缩水，择时交易者的活动也会干预共同基金投资组合的管理。SEC 的一份报告指出“投机交易行为会严重妨碍注册投资公司的管理活动”，因为它会迫使共同基金管理人持有现金余额来为对投机的资金流进行调节，或更糟的是，在买进和卖出证券以进行投机交易时会导致交易成本。

共同基金持有人损失了两次。择时交易者的交易活动以不正当的手段榨取了利润，这就直接减少了基金持有人的收益。基金管理人又间接减少了他们的收益，因为管理人持有的现金是来自择时交易者的买进，而他们带来的现金又刺激了择时交易者的抛售。过期定价有悖于长线投资者的利益。

尽管投资者要付出代价，受利润驱使的基金管理公司还是乐于接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



受成交量高的交易者。更大的资产管理规模可以转变为更多的管理费用。利润打败了收益。

1968 年，在共同基金择时交易者享受了 40 年轻而易举的获利机会之后，SEC 颁布 22c-1 规则，要求共同基金使用“向前定价”。监管者终于正面处理定价问题，在共同基金业问世的第一天起，这个问题就困扰着投资者。虽然早在 20 世纪 30 年代 SEC 就清楚地认识到了这个问题的本质和解决方案的特点，这个监管当局在几十年之后才实施解决方案。不幸的是，就《1940 年投资公司法案》而言，监管者只解决了滥用最显而易见的方面，却没有消除问题的根源。

尽管 SEC 颁布的 22c-1 规则处理了过期定价的最显著问题，但对于一些基金，如果它们含有不经常进行交易的资产或者持有海外上市证券的头寸，这个问题仍然存在。对于公司债券和小盘股等流动性差的证券，在市场出现大范围波动时，在下午 4 点共同基金定价截止的时刻，对流动性差的证券的定价要低于当前价，这就使公平价值的实际值与过期价格的收盘值出现偏离。对于外国股市，如果美国股市在外国股市收盘后发生巨大波动，对活跃的美国股市与平静的外国股市之间的相关性进行预测，会使公平价值的预期值与过期价格的收盘值出现偏离。在 20 世纪 70—90 年代，直到进入 21 世纪，大牌交易者都利用过期价格，当股市出现的轰动性事件表明真实价值会超过公布的收盘价，他们就会买进基金。大型基金公司支持并鼓动这种行为，吸引它们的是择时交易者的活动可以带来很高的费用收入。

在世纪之交时，过期价格交易活动到达白热化的程度。这些可耻的交易方案可以分为两大类：延迟交易和择时交易。延迟交易是一种明显违法的行为，它违反了 SEC 在 1968 年颁布的 22c-1 规则，这项规则要求在每天下午 4 点基金净值计算出来之前执行交易。美洲银行的共同基金管理人引领了一场可耻的游行，因为它允许对冲基金的经营者金丝雀资本合伙公司（Canary Capital Partners）对该银行的大量共同基金进行延迟交易。择时交易行为在本质上并没有触犯任何法律，但事实证明它的问题在于两方面的罪状。首先，择时交易者的行为明显损害了长线基金持有人的收益，造成了共同基金公司的管理层和董事会在忠实履行信托责任方面的问题。其次，很多共同基金的发行文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件都包含不准或禁止进行择时交易的基金政策，允许并助长与基金招股说明书中的表述背道而驰的行为构成了犯罪。

很多共同基金公司与择时交易者达成了明确协议，允许这种破坏性的行为，交换条件则是择时交易者承诺在特定的基金中投入“黏性”货币。事实上，纽约州司法部长办公室的大卫·布朗(David Brown)说他在得知一个基金公司在它的基金招股说明书中阐明了反对择时交易的规则，却还使用书面协议来进行择时交易时感到“非常吃惊”。共同基金公司和择时交易者的协议通常都会规定长线投资与择时交易限额的比例，以保证(用杰纳斯资本集团一位员工的话来说)“我们能有足够的静态资产，这样即便要经受很多麻烦，也能确保我们能得到一笔可观的利润”。

大卫·布朗称：“总体上，这些公司的CEO们都清楚他们的罪行。高层人员都知道。”SEC指控景顺基金集团的总裁瑞·坎宁安(Ray Cunning ham)涉嫌在与择时交易者金丝雀资本合伙公司的合作中起了直接作用。据监管者所言，联合资产管理公司总裁约翰·卡里法(John Carifa)和该公司董事长鲁斯·卡维特(Bruce Calvert)都曾参与讨论择时交易并与择时交易者丹尼尔·卡路加(Daniel Calugar)签订“黏性资产”协议。事实上，卡里法曾经做过计算，联合资产“在与卡路加的交易中赚得180万美元”。基金公司的最高级别管理人直接涉入择时交易，这足以说明牟利行为比信托责任更有优势。

让我们看一下丹尼尔·卡路加所在的证券经纪公司有什么样的罪行。在择时交易行为中，共同基金公司获得的经济回报比起择时交易者的非法所得，可说是小巫见大巫了。卡路加在与联合资产管理公司和与马萨诸塞金融服务公司(Massachusetts Financial Services，简称MFS)进行了两年多的择时交易，总交易额在4亿美元到5亿美元之间，他所获得的利润就来源于此。据SEC所称，在“提供给投资者的招股说明书中，联合资产不准进行择时交易，MFS则是禁止这种行为”。在卡路加的择时交易协议中，有一部分是与联合资产就2亿2000万美元择时交易限额达成明确协议，SEC称这是“一个庞大的回报方案”。卡路加获得了总达1亿7500万美元的利润，而联合资产和MFS获得的利润只有几百万。不仅仅是联合资产和MFS的主管背叛了投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者,公司所给出的借口也欺骗了投资者。

有些共同基金管理人进行的择时交易可以说是到了更可恶的地步,他们自己直接采取行动来损害投资者的投资组合。宝源投资公司曾有 20 名员工,包括 6 位投资组合管理人,对自己公司的基金进行择时交易。当员工对自己管理的基金进行择时交易时,内幕交易就出现了。据 SEC 所称,宝源的投资组合管理人可以得知近期的投资组合持有量、估值和交易情况,而这些是所有的投资者都很难得知的。利用内幕信息进行交易使择时交易在金融界罪加一等。2003 年 10 月 28 日,宝源获得了一项暧昧的荣誉,那就是在丑闻的曝光中成为第一家被正式指控涉嫌证券诈骗罪的共同基金公司。

共同基金的总裁们愚蠢而错误地计算了择时交易策略能给他们个人带来的收益。理查德·史壮(Richard Strong)是同名公司——史壮金融公司的创始人、董事长兼总裁,在被指控对自己公司的基金进行择时交易并牟利 600,000 多美元之后,他提出辞职。实际情况比预想的更糟。史壮最后承认自己在 10 只基金的 40 个账户上执行了择时交易,其中包括他自己管理的史壮发现基金。仅在 2001 年一年之内,他就对自己公司的共同基金执行了 510 次交易。他的非法获利总共高达 180 万美元,是人们最初预计的 3 倍多。

执法当局和监管者都偏袒了理查德·史壮。纽约州司法部长艾略特·斯皮策(Eliot Spitzer)指控史壮"严重违反信托责任",而 SEC 主任斯蒂芬·库特勒则形容史壮的行为"背叛了最高指令"。政府的解决方案中包括很罕见的一点,那就是要求史壮向公众道歉,用斯皮策的话来说就是让史壮经受"公众羞辱"。即使铁证摆在面前,在解决这个案子时,监管者还是照例做了妥协,史壮既没有承认也没有否认对他的指控。

由于这起金融丑闻,史壮公司被罚款 1 亿 7500 万美元,其中整整 6000 万美元出自史壮本人。尽管被处以高额罚金,但史壮最大的经济损失在于他在史壮金融公司接近 90%的股份缩水。史壮违反信托责任带来了资产上的有形损失和名誉上的无形损失,使公司贬值数亿美元,真是又应了那句"捡了芝麻,丢了西瓜"的老话。史壮进行择时交易,在基金投资者身上赚到了相对不多的利润,却使其公司的特许经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销权大大贬值。

也许，即使史壮被处以高额罚金也不足以惩罚他的越轨行为。沃伦·巴菲特在2003年致股东的信中写道："至少有一家不法管理公司在推销自己，它无疑是想通过'把它旗下的基金托付给出价最高的管理人'来大赚一笔。这非常滑稽。这些基金的负责人为什么不直接在招标机构中挑选出他们认为最好的并直接与之签约呢？这样胜出者就不用向前任管理人支付高额'回扣'，这种无视管理准则的人就该一分钱都得不到。"当然，如果史壮金融公司的管理人听从了巴菲特的建议，理查德·史壮也就不会通过推销公司获得数亿美元的个人利润，也许他的下场会好一些。

加里·皮尔格林(Gary Pilgrim)和哈罗德·巴克斯特(Harold Baxter)共同创立了皮尔格林-巴克斯特合伙公司(Pilgrim Baxter&Associates)，他俩各自都找到了一种利用投资者来获利的方法。SEC称，哈罗德·巴克斯向华尔街折扣经纪公司(Wall Street Discount)的总裁提供内部信息，这家公司反过来又将这些数据提供给进行择时交易的客户。加里·皮尔格林的办法比巴克斯特更精明，他秘密出资创立了一只名为阿巴拉契亚山道(Appalachian Trails)的对冲基金，并在2000年开始对该公司的共同基金进行择时交易。在加里·皮尔格林用于择时交易的共同基金中，有一只是由他自己亲自管理的，那就是PBHG成长型基金(PBHG Growth Fund)。即使这只成长型基金的投资者在2000年亏损20%，在2001年亏损35%，皮尔格林本人却是获利颇丰。从2000年3月到2001年12月，阿巴拉契亚山道基金在择时交易中获利1300万美元，其中390万美元归于加里·皮尔格林名下。但不符合"盗亦有道"这个说法的是，据说皮尔格林对巴克斯特只字未提阿巴拉契亚山道基金的诈骗。

利用阿巴拉契亚山道基金进行诈骗只是皮尔格林-巴克斯特合伙公司的众多罪名之一。SEC和纽约州司法部长指控该公司在1998年到2000年之间，允许28位投资者使用超过6亿美元的资金进行择时交易。监管者在2004年6月宣布处理结果时，SEC的艾瑞·加比奈特(Ari Gabinet)称："皮尔格林-巴克斯特合伙公司在很早就是受一些最有名、最活跃的择时交易者欢迎的避难所。该公司使这些交易者利用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



普通投资者赚取了数百万美元的利润，在 PBHG 基金的暴跌中，这些投资者看到了它的价值。”皮尔格林–巴克斯特合伙公司同意支付 1 亿美元罚款，但它既没有承认也没有否认自己的罪行。

在共同基金业的整个发展史上，共同基金的过期定价为居心不良的市场参与者提供了择时交易的机会。在 20 世纪二三十年代，过期定价构成了两价制的基础，而这一定价机制是对投资者不利的。在 20 世纪 40—60 年代，向后定价机制又导致了过期价格的出现，这就使投资者能够在今天以昨天的价格进行交易。在 20 世纪 70—90 年代以及进入 21 世纪以来，过期价格又出现在一些共同基金中，这些基金持有的证券可能在不同的时区进行交易，也可能不经常进行交易，也可能两者兼有。几十年来，尽管用于获取不正当收益的对象几经变更，使用过期价格获利的机会一直都存在。

要解决择时交易带来的问题，最简单的方法是对共同基金份额实行合理定价。基金管理人不再使用明显偏离真实价值的价格，而是拥有合法的能力调整资产价值来反映现实情况。

事实上，SEC 在 2001 年 4 月下令规定：在发生了可能导致过期价格的“大事件”之后，共同基金要使用公平价值来定价。《华尔街日报》认为“该行业根本就没有真心诚意地做出回应”。即使 SEC 做出了异常有建设性的努力，共同基金公司和择时交易者仍然在利用基金的过期定价。

只要共同基金存在，个人投资者就会因为择时交易者的贪婪而具剥削性的策略而遭殃，基金管理业更会加剧他们的损失。交易商先是使用两价制敲诈了投资者，国会对此进行了干预。接着大牌交易者又利用向后定价，SEC 对此进行了干预，然后基金公司和优先客户又使用过期价格来谋取非法所得。由于立法者和监管者做出的反应迟钝而低效，虽然博弈出现了变化，结果仍然还是一样。获胜的是强者，落败的仍是弱者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

软性费用

软性费用的使用不易觉察而且更加复杂，考查它的历史，我们会发现情况更令人担忧。在1975年5月1日之前，华尔街就在固定佣金体系下进行运作，它的佣金率远远高于执行交易的成本。各种竞争力量使得经纪公司设法规避固定佣金，对优先客户以软性费用的形式给予折扣。软性费用实质上是经纪人给交易商的回扣，它为与投资相关和与投资无关的商品和服务提供了资金。

让我们考虑一下软性费用交易对共同基金投资者的影响。为证券交易支付过高的佣金，不管是出于什么目的，都会减少投资收益，收益的减少直接受影响是投资者的钱袋，以商品和服务为形式的好处都直接到了基金管理人的手上。因为作为软性费用的商品和服务，其成本来自于基金的管理费用，所以软性费用不过是在很好的伪装下增加了管理费用。华尔街牺牲了中产阶级的利益而中饱私囊。

美国普信集团（T.Rowe Price）在2004年5月1日发表的附加信息声明中对软性费用交易进行了描述："在某些情况下，支付更高数额的经纪人佣金是对经纪服务和研究服务的回报。这些服务可能包含计算机和相关的硬件。普信集团也会用佣金代替现金来支付研究服务的费用。如果普信集团试图通过自己的员工来得到附加信息，那成本将会大大增加。由经纪人或交易商提供有价值的研究服务，普信集团就减轻了自身的成本。"普信集团发布的这份结构严谨而且合法的信息披露文件只有很少的人去读，但投资者在第90页和第91页得知了该公司在使用软性费用。即使普信集团的信息披露文件符合法律要求，但该公司使用软性费用还是损害了投资者的利益。

在1975年5月1日SEC废除固定佣金制后，软性费用的存在理由也就突然消失了，经纪人佣金率将由价格竞争来决定，私下的回扣也将不复存在。但对投资者不幸的是，基金管理人意识到软性费用可以将研究服务的费用从他们的账户（管理费用收入）转移到投资者的账户（交易费用），结果共同基金业满腔热情地捍卫软性费用的使用。

1975年，美国国会对《1934年证券交易法案》进行修订，不但没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

废除软性费用，还为它的使用创造了一个避风港。这项原本旨在保护投资大众的法案被歪曲了，国会屈从于华尔街的压力并明确允许基金管理人侵蚀投资者的资产，还指示 SEC 对软性费用的恰当使用给出界定，这就使软性费用合法化。市场参与者为交易服务支付了过高的费用，然后又接受了以商品或服务为形式的折扣，他们为什么会容许这种低效率的现象呢？答案在于这个过程缺乏透明度，可以让共同基金公司以隐秘的方式获利。如果软性费用像显而易见的管理费用那样透明，投资管理业就不会使用它了。

20 世纪 80 年代中期，美国证券交易委员会对软性费用问题进行了考查，但它不仅错失了一个将软性费用斩草除根的大好时机，反而让它更加泛滥。SEC 以一种官腔十足的口气指出它在 1986 年发表的报告"对'经纪服务和研究服务'采用了一个更广泛的定义"，从而解决了这个行业对使用软性费用"施加限制性标准这一难题"。换句话说，如果限制得过紧，那就把它放松一下。SEC 在 1986 年针对软性费用制定的法规偏向于顾问，而非咨询者。

1998 年，SEC 又一次没能保护共同基金投资者。作为监管者，它的《调查报告》在提到"软性费用的广泛使用"时，只干巴巴地说道："经纪商除了单纯地执行交易，还给予顾问一些产品或服务，几乎所有的顾问都是如此，他们还使用客户的佣金，还支付这些产品和服务。"该报告认识到了"顾问在使用软性费用时面临一种利益冲突，那就是他们需要获得研究服务，而他们的客户却想以最低的佣金率使交易得到尽可能最好的执行"。该报告详细列举了一个又一个关于软性费用的可疑使用和直接滥用的例子，包括支付"办公室租金和设备、移动电话服务和个人支出、员工薪水、营销费用、法律费用、酒店和租车成本等"。华尔街对"研究"的定义与《韦氏词典》迥异。

尽管软性费用的使用造成了根本性的、不可调和的利益冲突，尽管对软性费用的滥用做了冗长的表述，1998 年的《调查报告》只得出了这样一个结论——SEC"应该重申并提供一些额外的指导意见，考虑采用一些记录保管的要求，要求公司进行更为有意义的信息披露，并鼓励公司采取内部控制"。SEC 没有保护投资者的利益，却在维护华尔街的赚钱美差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然 1998 年《调查报告》的主旨是废除软性费用，但 SEC 还是畏缩不前。面对来自相关方的集体游说，包括共同基金公司、华尔街的公司和由研究分析员组成的理性交易协会，又缺乏来自投资者的压力，这个自封的"投资者代言人"选择了加强法规约束，而放弃了彻底废除这一正确的做法。愤世嫉俗的人可能会说 SEC 只对那些显而易见、浅显易懂的投资者保护问题产生了影响，却让那些不易觉察、难以理解的滥用情况继续存在。

一种最骇人听闻的软性费用滥用是用它来奖励那些分销共同基金的经纪公司。在 1998 年《调查报告》中，SEC 指出："随着分销共同基金面临越来越大的竞争，软性费用已经成为基金顾问给予基金销售经纪商的额外奖励。"共同基金公司使用软性费用来支付基金的分销费用，这一违法行为给投资者造成了三重伤害：一次是使用软性费用提高了费用，一次是扩大资产管理规模损害了业绩，还有一次是在经纪人的建议和投资者之间，它们偏向于前者。

2003 年的共同基金丑闻导致人们要求对软性费用进行改革。2003 年 12 月，美国投资公司协会试图保护软弱的投资者，要求限制软性费用的使用，包括禁止使用佣金来奖励基金的分销商。最终，在 2004 年，也就是在发现这一问题整整半年后，SEC 下令禁止使用过高的佣金来履行收益共享的义务。

即使 SEC 禁止使用定向佣金来支付参与的费用，SEC 没能杜绝用于其他目的的定向佣金，也没能终止使用其他资金来分享收益的行为。由于定向佣金和参与费用仍在危害共同基金的投资者，监管者所做的举措根本没起到作用。

该行业的辩护者获得了胜利，但却没能给自己塑造出光荣的形象。ICI 在致 SEC 的一封信中拐弯抹角地提到了"利益冲突的表象"和"实际冲突的可能性"。在《华尔街日报》的一篇评论中，资本研究管理公司①的资深主管兼 ICI 主席小保罗·哈佳宣扬了他所在的组织对进行重大改革的呼吁。通过公开谴责使用软性费用这一"存在已久的行径"和定向佣金"花钱才能参与"的特点，哈佳把自己塑造成了一个 21

① 资本研究管理公司管理着美国基金(American Funds)。两个组织都隶属于美国资本投资集团公司(Capital Group Companies)。美国资本投资集团公司的付费合伙人可参见表 8.2。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世纪的路易斯·雷诺上尉，在电影《卡萨布兰卡》中，雷诺在赌台主持人递给他赢到的钱时还在说："在这里看到赌博让我觉得非常非常震惊。"和电影剧本一样，SEC 在 2004 年 8 月的改革根本就没能关闭这个"赌场"。

本章小结

在共同基金业的发展历史上，一次又一次的冲突最后得以解决都是以损害个人投资者的收益为代价，而维护了共同基金公司的利润。当对投资者的信托责任和公司追求利润的动机对决时，获胜的是利润。

在投资者和公司的众多利益分歧中，有一些显而易见，还有一些不易察觉。明摆在投资者面前的是令人无法容忍的前端费用、递延销售费用、过高的年度管理费用、不合理的营销费用，以及过大的投资组合成交量。在表面之下，投资者还要忍受经纪人的私下销售行为、剥削人的过期价格交易行为和使用软性费用的卑鄙行为。

对绝大多数的共同基金投资者来说，未来似乎非常渺茫。监管者发现了权力滥用，粗略地对付那些最受瞩目的问题，然后转而解决其他的问题。与此同时，共同基金业也找到了新的办法来把利润置于投资者的利益之上。即使 SEC 不允许使用"花钱才能参与"来分享收入，强制实行使用公平价值的定价机制，并禁止使用软性费用，共同基金业还像 1924 年刚刚创立时那样，发挥它无尽的创造力，并找到显而易见或不易察觉的途径来占个人投资者的便宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9 Winning the Active-Management Game

第9章 在主动管理中取胜

通常说来，共同基金有责任作为受托人为投资者服务，它也寻求为所有者创造利润，企业的底线便是在这两者的斗争中获胜。共同基金机构的净收入每提高一点都会使共同基金投资者的账户缩水。过多的管理费用、不可辩解的分销费用、投资组合的高转手率以及庞大的投资组合规模都直接导致投资者取得令人失望的结果。向经纪公司支付的产品安置费、过期价格交易行为和软性费用等给投资者的投资组合造成的损害则在很大程度上被掩盖了。共同基金的持有人在一个充满挑战的环境中进行投资。

片片乌云使投资者的愿望变得缥缈，但仍有几丝希望。在基金业的庞大人群中有一小部分真正有才能的投资者，这些人应该获得为他人管理资产的信任。在这一小部分人中，有一些共同基金经理超越了对利润的单纯追求，将无私地满足投资者需要置于自私地为个人寻求收益之上。尤其是在极少的情况下，基金经理在他们管理的基金中有很大一笔投资，他就由代理人变为委托人，为投资者利益服务的可能性也大大增加。共同基金所有者要想增加成功几率，可以选择那些把投资者利益放在首位的管理公司。

有些勇敢无畏的投资者希望找出超越市场平均表现的共同基金，对他们而言，评价基金经理的个人特点是最重要的投资标准。主动管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理的成功依赖于和有诚信的人一起投资，采取经常令人不安但可以产生高收益的投资策略。例如，构造集中型投资组合和持有不被看好的证券，虽有助于获得投资成功，却可能损害个人声誉。共同基金投资者很难评估基金经理的特点，因为这需要根据信息做出艰难的定性判断，而个人投资者很难收集到这些信息。

不仅试图打败市场的共同基金投资者需要识别出那些有胆量与传统思维叫板的投资组合经理，潜在的投资者也必须找到把投资者利益置于公司利润之上的基金管理机构。在处于资本主义体系核心的金融市场中，要想识别出把信托责任看得比最终赢利更重要的投资管理公司，投资者面临着重重挑战。怎样才是把投资者利益置于个人利润之上？限制资产管理规模就是最有力的表现形式之一。不幸的是，在热衷于聚敛资产的共同基金领域中，基金经理在限制基金规模或关闭基金时都很谨慎，他们中很少有人不信奉利润最大化原则。

投资者也许会很明智地想到，可以把钱投资到那些投资组合经理联合投资程度很高的基金管理公司。基金经理紧密关注基金业绩，表明他希望充当委托人的角色，也表明投资者的利益和基金经理的动机之间出现了罕见的一致。不幸的是，联合投资所预示的价值可能很短暂。如果联合投资变成投资者的试金石，基金经理无疑会增持自己的基金份额，并鼓吹分享投资收益的有利影响。联合投资就可能从利益一致的象征变为筹资的前提条件。

希望打败市场的投资者最后还要注意一点。即使找到了才能出众的团队，他们愿意追求更高的收益来为投资者的利益服务，也要面对一个残酷的现实。招股说明书标准中的模板语言指出了问题所在："过去的业绩并不能保证未来的结果。"人在变，市场在变，环境在变。即使把所有因素都妥善协调好，最深思熟虑的决定有时也可能是错的。

在美国的 9,000 至 10,000 只共同基金中，只有几十只值得细心的投资者考虑。在少数特立独行的共同基金公司管理之下，有价值的基金几乎是孤零零地站在一片荒原中。绝大多数的共同基金达不到忠诚于信托原则的基本标准，也就是把追求利润置于对投资者的责任之上。归根结底，几乎所有的共同基金都会弄巧成拙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经理人应具备的特点

很多人尝试过采取主动管理,但却很少有人能成功。试图打败市场的证券选择者在竞争残酷的环境下进行交易。主动的投资经理被高度合格、高度积极和高薪酬的竞争者所包围,他们努力识别并利用每一个能带来高额收益的优势。个人特点在决定哪些市场主体能获胜上发挥着重要作用。

伟大的投资经理以近乎于痴迷的激情来从事这份工作。最成功的从业者有时感到很惊奇（在私底下）：他们竟能够从事这样一份激发智力的职业并获得报酬。因为我们难以描述对市场的影响范围,生活的每个方面几乎都使投资经理有利可图,允许市场渗透到生活中的主动管理人更有可能取得投资成功(如果不是个人的成功)。

毅力帮助投资经理可以与不断流入的资金保持步调一致,更丰富的信息是获得更高回报的必要而不充分条件。相对于失败的对手,成功的投资者更努力地收集更多数据。要获得信息,投资者要睁大眼睛参观更多更好的公司,或者从股市分析员那里得到更多更好的数据。

从收集的数据中得出结论,并把信息置于一个能酝酿出成功投资策略的环境中需要智力。然而,由于市场价格瞬息万变,只把握现在的环境远远不足以创造更高的收益。为了在货币管理界取得成功,投资者需要异于主流和异于常人的洞察力。

信念对投资经理很有用处,因为主动买入和持有不被看好的头寸在利用真正的投资智慧中发挥着重要作用。通常,保持逆向投资会遇到困难,从而使盈利变成亏损。

打败市场的经理表达了他们对集中型投资组合的理解,其特点与广阔的市场完全不同。在管理集中型投资组合时,坚定不移被证明是绝对必要的。在有些时期,不可避免会出现令人失望的结果,经理们或持有,使失望最终可能成为现实;或卖出,把失望锁定在一定水平上。要取得投资成功,深信不疑地保卫那些经过深思熟虑的投资头寸起了关键作用。

技高一筹的投资者喜欢赢,但是那些指望把基金委托给其他人的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资者务必要了解这个正在进行的游戏。如果能识别出把打败市场当作胜利的投资者，基金持有者的成功几率将大大增加。另一方面，如果把钱交给把收取最大费用作为胜利标准的基金经理，基金持有者几乎肯定是要失望。

不幸的是，极少有投资者有机会收集关于投资组合经理的诚信、激情、毅力、才智、勇气和竞争力等方面的直接证据。几乎每个市场参与者都无法得到挑选优秀投资经理时最需要的信息。

外部顾问提供的帮助甚微。投资咨询服务，如晨星公司，主要根据数量特征划分了多个级别，对以往的解释很到位，但对未来的预测却很糟糕。即使基金咨询服务致力于发掘基金经理的特点，投资者怀疑顾问"说假话"也是无可非议的。几乎所有的基金投资者都不能评估基金管理团队的质量，这就给取得投资成功造成了不可逾越的障碍。

要使基金经理考虑投资者的利益，契约所起到的作用也很小。不管规章制度包含怎样约束，市场参与者只对经济激励有反应。薪酬方案和管理合约都不能保证投资经理的行为有利于委托人，这就迫使投资者在评估投资机会时只会考虑基金经理的个人目标。基金经理在他们所管理的基金中持有大量头寸是很少见的，除了这种情况，经济激励也都清楚地意味着要采取聚集资产和接近基准的策略。基金持有者若想保证利益的一致，最好的选择是识别出那些心怀不凡抱负的经理。

共同基金持有者要想取得受益，就要靠把满足客户利益作为首要目标的经理人。创造超额风险调整收益是一个很大的挑战，但与募集资金以增加管理公司盈利比起来，就黯然失色多了。扩大资产管理规模并收取高额费用会给管理公司带来更高的收入，但代价是减少了投资收益。把风险调整投资收益置于经理个人所得之上是基金经理的职业道德准则要求。

要缓和委托人与代理人的矛盾，最重要的策略就是雇佣像委托人的代理人。经济激励和道德责任的结合也许会鼓励代理人为客户的利益服务。虽然基金经理的道德品格很难被潜在的投资者作为有力证据进行评估，一些经济激励措施则为投资者发现和评估经理人提供了线索。

要让代理人为投资者的利益服务，数额巨大的联合投资也许算是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最强有力的激励。联合投资（比如一位共同基金经理投资了这只基金）使代理人（基金经理）和委托人（基金持有者）达成共识，因为，联合投资实际上把代理人变成了委托人，许多杰出的投资经理为"自食其力"而自豪。

当基金经理在一个投资组合中持有大量资产时，联合投资能最好地发挥作用。比如他拥有99%的资产而外界投资者仅拥有1%。很明显，在这种情况下，创造投资回报就会比征收管理费用更重要，因为外部投资者的资产所带来的费用太小，甚至都不会显示在屏幕上。

如果基金经理在一个基金组合中所持有的头寸占不到绝大多数，那么，就需要在筹集资产的较高收益与因资产规模过大拖累业绩而造成的较低投资收益两者之间做出权衡，然后再决定资产管理规模。高度的联合投资和大量共同持有的头寸，使经理人和投资者的利益出现极强的一致性，但这种情况非常罕见。不幸的是，大多数的共同基金中只含有很少的联合投资。通常，在经理人看来，获取更高的费用收入似乎是肯定的，取得更低投资收益的可能性则很模糊，前者战胜了后者。

虽然通过高水平的联合投资把委托人和代理人的利益结合在一起，可能会产生更高的收益，但在某些情况下则会产生一些问题。如果基金持有者和经理人在不同的投资期、不同的税收环境或不同的风险下进行交易，基金经理的投资决策可能就不会服务于基金持有者的利益。在做投资决策时，共同基金持有者应该对基金经理的投资期、课税情况和风险特征进行评估，并尝试做出恰当的选择。不管基金经理人和基金持有者在投资目标上存在哪些差异，更多的联合投资都要好一些。

即使联合投资不能使投资经理完全致力于创造投资收益，共同投资也在促进利益结合方面起到了重要的作用。基金经理的高额联合投资意味着他将与基金持有者分享投资成果，联合投资带来的心理纽带和经济效应一样重要。

如果高水平的基金投资变成了投资组合经理在基金投资中广泛使用的试金石，共同基金经理就会急于投资他们管理的基金，并鼓吹他们的个人出资所带来的利益一致。到那时，联合投资就成为做生意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的一笔成本，一种为收取管理费用而采用的手段。在没有意识到联合投资益处的领域，高额的共同出资发出了一个强有力的信号。一旦联合投资的要求被广泛使用，这一信号就失去了威力。在任何情形下，联合投资都可以被当作一个用于分析基金经理行为偏见的客观依据，一般的基金投资者都可以使用。

东南资产管理公司

东南资产管理公司(Southeastern Asset Management)作为长叶合伙人(Longleaf Partner)系列共同基金的创立者，展示了很多极具吸引力、对投资者友好的行为特点。由马森·霍金斯(O.Mason Hawkins)和斯塔利·凯兹(G.Staley Cates)管理的长叶合伙人基金创立于 1987 年 4 月这样一个不大吉利的时期，距离股市历史上最惨烈的一夜崩盘不到 6 个月，但它却造就了一群言出必行的优秀个人，并树立了一个最好的榜样。

委托人的定位

在 1998 年长叶合伙人基金致股东的信中，霍金斯和凯兹明确指出了管理投资者资产的十条指导原则。第一条“我们将把你们投资于长叶的资产当作我们自己的资产”体现了消除委托人(基金持有者)与代理人(基金经理)之间隔阂的承诺。长叶合伙人为共同基金持有者着想的承诺，使该公司的基金经理在共同基金业中鹤立鸡群。比如，作为服务于投资者利益的承诺之一，东南资产决定不接受软性费用，该公司称此为“本行业中独一无二”的政策。通过明确“经理人会尽力维护投资者利益”这一指导原则，东南资产公司也为确立有利于投资者利益的原则做好了准备。

明确的策略

一个坚定不移、表述周密的投资策略对管理投资组合的成功功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可没。长叶合伙人的投资经理承诺“根据我们对公司的内在价值、财力、管理水平、竞争地位以及未来赢利潜力上所打的折扣来选择投资于哪些普通股”。长叶的投资组合经理利用股价与公平价值比率来衡量单个证券的相对吸引力，用严格的估价方法来看待市场。当经营良好的公司以大大低于公平价值的价格进行交易，经理人会对所持投资组合的前景表现出极大热情，并鼓励股东增加投资。当低于公平价值的程度降低时，经理人就会表现得很谨慎，从而使现金头寸增加。

在该公司发展史的前几年里，深思熟虑的应市对策运作良好。长叶合伙人基金在 1987 年 4 月到 1995 年 12 月之间创造了每年 15.3% 的回报率。这个结果好于标准普尔 500 同期 12.6%的年回报率，使投资经理和共同基金投资者的愿望都得到了满足。

在接下来的 5 年里，情况改变了，一个业绩不佳的逆向投资组合使东南资产的投资经理们在压力下艰难前行。截至 2000 年 3 月的 12 个月里，长叶合伙人基金落后于标准普尔 500 近 27 个百分点。在过去的 3 年里，每年与标准普尔 500 的差距都超过 12 个百分点，没有哪个公司的投资经理比东南资产更落后于新时代的步伐。

在该公司的 1999 年年报中的股东提问部分，揭示了东南资产所面临的压力：“长叶出问题了吗？”“为什么你们没有抓住因特网发展带来的机遇？”“长叶会投资于高技术产业吗？”尽管霍金斯和凯兹公开回答了最后一个问题：“我们以最优价格持有的最佳资产应该会在未来带来高额回报”，长叶合伙人的高管肯定都曾为该公司的业绩而失眠过。1987 年 4 月至今的投资结果显示，除了在 1998 年年底的表现超过市场之外，在 1999 年 12 月 31 日时，它的收益率每年都要比标准普尔 500 低 1%还多，无节制的互联网热潮使曾创造高额收益的风光记录变成非常普通。

2000 年 3 月 31 日，长叶合伙人基金在致股东的信中包含了几个正和时宜的警告：“从历史上看，那些把持有的股票以大大高于潜在商业价值的价格卖出的投资者为此付出了昂贵代价；更坏的情况是，追求良好业绩的投机者购买那些已到达发展巅峰的公司股票，结果自然很糟糕；持有每个人钟爱的股票是一个令人愉快的共识，但它却会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在长期内破坏财政状况。"虽然其他的基金经理放弃投资原则而投身于互联网投资的新时代，东南资产则仍然忠诚于那些植根于传统经济的投资组合，为获得一小部分公司估计的公平价值进行交易。

虽然该公司采取了理性的应市措施，长叶合伙人基金仍无力与疯狂的牛市收益相抗衡，导致大量投资者选择与其分道扬镳。从 1999 年 6 月 30 日到 2000 年 6 月 30 日的一年时间里，超过 10 亿美元的投资者资产从长叶合伙人基金上撤出，这几乎占到了该基金在 1999 年 12 月 31 日时净资产的 30%。选择离开的长叶投资者在机会最大的时刻抽身而退，这也标志着市场到达了顶峰。

在主要事件之外还有一个不体面的小插曲，那就是晨星公司也是造成投资者赎回长叶合伙人基金的原因。尽管长叶合伙人基金的业绩过低，直到 1999 年 6 月，晨星公司对它的评级仍为五星级。但在 1999 年 12 月，晨星公司在这个绝对不合适的时机将长叶合伙人基金的评级降为中等水平的三星。正当投资者需要具有前瞻性的远见来继续持有这只基金时，却在后视镜里看到晨星公司指示他们赶紧撤离。

霍金斯和凯兹认识到稳定的所有权基础是很重要的，并在 1998 年 6 月的半年度报告中指出："合适的持有者，对一只共同基金要比对一个公司而言更为重要。我们认为长叶系列基金拥有一群无与伦比的持有者。我们的这些合作伙伴在平均资产规模、持有期限和道德支持方面都是出类拔萃的。长叶的持有人知道买进估值过低的基金、逐一授权各项业务，将税负最小化，并选择较长的投资期限。"没有投资者的坚定支持，世界上最好的投资公司也无法为客户创造出更高一筹的收益。

即使长叶合伙人基金不能再为已经离开的投资者服务了，该公司还是奖励了那些艰难地坚持下来、继续持有这些非主流产品的投资者们。从 2000 年第一季度末到 2003 年底，该基金的年收益率接近 16%，平均每年比收益率为负的标准普尔 500 高出 22%。对该公司的长期基金持有人来说更为重要的是，从 1987 年 4 月以来该基金的业绩就比标准普尔 500 有很大优势，并以每年 3.9%的优势彻底打败了这个消极被动的基准。东南资产坚持了一系列经过深思熟虑的理性投资准则，这场疯狂的旅行最终还是为该公司和其忠实的投资者们带来了丰厚奖赏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注重长期

长叶的投资组合管理人“进行长线投资，并一直致力于将税后收益最大化，而将来自商业、财务、监管和市场方面的风险最小化”。东南资产的投资者没有选择高成交量、企图超越市场平均表现的疯狂游戏，因为这难免会带来巨大的税负，相反地，他们以一种对税负敏感的方式管理其资产，从而维护了基金持有者的利益。当然，激励长叶管理人的并不仅仅是利他主义。霍金斯和凯兹指出：“作为所有人，我们会在交完税以后计算各方面的成就。”

投资组合集中化

意识到“集中化重要性”的投资组合管理人“只选择最好的想法”以保证持有的头寸“对整个投资组合有重要影响”。一些聚敛资产的共同基金公司见利忘义，采用隐秘指数化的伎俩，长叶合伙人基金的投资者则拒绝使用这种手段，他们会选择冒着商业风险去构建一个多元化程度略逊一筹的投资组合。相比多元化的投资组合，集中型投资组合需要对一段更长的时间进行估值。由于业绩取决于相对较少的头寸，投资组合收益与市场平均收益之间的差异就令人担忧。在不可避免的业绩低迷期，集中型投资组合的管理人就会面临失去客户的风险。但是，对于优秀的主动管理人，集中化将支付高额股息，因为精明的股票选择对投资结果至关重要，也就更有可能以更高业绩满足投资者的愿望。

稳定的客户基础

东南资产管理公司意识到吸引与本公司拥有相同投资理念、富有经验的共同基金投资者是非常重要的。如果追逐业绩的热钱投资者在一个不合适的时候放弃了长叶系列基金，那么资金的撤出就会伤害退出的股东、剩余的股东和长叶合伙人基金的投资组合管理人。霍金斯和凯兹强调选择投资期限足够长的个人来壮大该公司的投资者基础，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这也就不足为奇了。

在 2003 年共同基金丑闻曝光的整整 5 年前，长叶合伙人就提出了“打击短期投机者和择时交易者”的原则。使共同基金业的其他公司感到羞耻的是，霍金斯和凯兹写道：“在 1998 年，我们与第三方清算公司和过户代理人紧密合作来识别择时交易者。我们已经整理出一长串投资者和顾问的名单，他们将被禁止交易我公司的任何基金。一个投资期限少于 3 年的个人投入的资金不会使我们的投资合伙人受益。”其他共同基金的管理层与“害虫”似的择时交易者就黏性资产达成交易，而长叶合伙人则致力于消灭这些“害虫”。

合理的费用协议

长叶合伙人对于费用侵蚀投资者资产很敏感，它声明该公司“不会强加费用负担、持有期、退出费或者 12b-1 费”。1998 年年报指出“低费率、无附加费是最符合基金持有者利益的”，并决定“我们不会提高或增加费用”。令人吃惊的是，东南资产有时还会做出降低费用的惊人举措。2003 年 9 月，长叶合伙人国际基金宣布将 25 亿美元以上资产的年度管理费从 1.5%降低到 1.25%，以表明“与我们的合伙人分享规模经济带来的一些成果是公平合理的”。当然，降低费用不是为了用折扣价来吸引资产。不到 6 个月以后，东南资产就不再向新投资者出售这只国际基金。

大量的联合投资

该公司的委托人与投资者们一起投入了大量私人资本，并声明：“我们将与您一起一直做长叶的重要投资者。”东南资产的联合投资达到了令人惊叹的水平。截至 2003 年底，长叶的受托人、员工和他们的亲戚一共拥有 4 亿多美元的长叶基金份额，相当于该公司 100 亿美元共同基金资产的 4%。东南资产管理公司为了强化自己的委托人定位，还禁止员工投资该公司共同基金之外的基金。

尽管这种金融上的联合投资一般会带来有利影响，但是高度的联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合投资更多是为了显示公司的投资理念，而不是作为金融激励。以长叶合伙人基金为例，假设多吸收 20 亿美元资本会导致预期投资收益减少 1%。如果该公司懂得这个道理，就会在增加的 1500 万美元管理费用收入与 4 亿美元私人资产缩水 400 万美元的可能性之间做个权衡。如果在计算时见利忘义，就会引起资本的无限制增加。当然，增加 20 亿美元资本减少的预期收益可能多于或少于 1%，从而使基金经理得出不同的结论。事实上，尽管东南资产管理公司的委托人进行联合投资的程度很高，但聚集资本的经济影响仍然缺乏透明度。在较高的费用收入和较低的投资回报之间做权衡会发出混合信号。

不管利润最大化原则的最终结果如何，东南公司的巨额联合投资证明该公司的委托人定位是无可匹敌的。委托人承诺与该公司并肩合作，这又进一步证明该公司忠实于投资者的利益，即使这是以牺牲公司利润为代价的。

限制资产管理规模

该公司另一项显著有利于投资者的政策是：当发现投资机会减少时，他们会停止新客户的基金申购。1995 年 9 月，由于“我们没能找到合适的投资项目”，马森·霍金斯和斯塔利·凯兹关闭了主打产品长叶合伙人基金。在该基金 17.6 亿美元的总资产中，现金资产占到 26%，投资机会的匮乏可见一斑。

长叶合伙人基金在关闭的时候，其资产还不到 18 亿美元，而与此同时，世界上规模最大的主动管理型共同基金——富达麦哲伦基金(Fidelity Magellan)的资产则超过 500 亿美元。尽管麦哲伦拿到了全国资产规模最大的奖项，长叶仍以极高的业绩独领风骚。对这两只基金在 5 年间的业绩进行追踪，会发现总部位于孟菲斯的长叶收益率达到 24.3%，明显领先总部位于波士顿的 Magellan 的 22.9%的回报率。这两只主动管理型共同基金都轻而易举地击败了 5 年间增长 17.2%的 S&P500 指数。

要是当时东南资产决定推销长叶合伙人基金的业绩记录，那么现在肯定已经积累了数百亿美元的资产。假设每 100 亿美元可以为该管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理公司创造 7500 万美元的收益，霍金斯和凯兹只需要运用小学五年级的数学知识就可以明白这对他们个人财务状况的影响。但是，他们没有追求个人利益，毅然决定暂停这只旗舰基金的申购，以削弱资产规模过大对业绩造成的不利影响。

在暂停申购的公告里，霍金斯和凯兹指出，投资者在基金资产扩张初期就享受了规模经济带来的益处。1987 年初，长叶合伙人基金的费用比率为 1.50%。到 1995 年，管理的资产增多带来的效率使这项比率降到了 1.06%。公司之所以会停止该基金的申购，部分原因就是投资组合经理发现进一步扩大资产管理规模会对费用比率“相应地造成不利影响”，这又一次证明东南资产注重基金持有人的利益。

费用比率的下降也说明了东南资产把投资者利益放在公司获利之上。与实现规模经济以降低费用相反，基金经理原本可以悄悄地继续收取占资产一定百分比的费用，带来更多的现金流，并为他们自己创造更多的利润。但是，东南资产把规模扩大所得的大部分利润转移给了客户。

1998 年 10 月，也就是长叶合伙人基金停止申购后 3 年，东南公司重新开始了这只旗舰基金的申购，并指出“该基金的现金水平已不足以应对现在的投资机会，新资金的流入将提高所有基金持有人的收益”。需要大量现金进行投资，而基金现有现金资产不足以进行投资，“所以，公司决定扩大基金规模，吸收新的现金流进行集中投资，以保障股东的利益。”1999 年 6 月，为新投资者打开的大门又关上了，因为东南资产只发现了“很少几个符合长叶合伙人基金标准的新投资机会”。该公司继续推行“对机会敏感”的投资方针，于 2000 年 2 月恢复长叶合伙人基金的申购，以完成那些引人注目的投资。宣布开放该基金的新闻指出，基金的费用比率已下降到 0.92%，这又一次证明了该公司为客户着想的投资理念。

在关闭长叶合伙人基金的几年里，东南资产肯定限制了该基金的资产管理规模。截至 2003 年底，这只持有 20 只股票的基金市值达到了 77 亿美元。相比之下，分散投资于 224 只股票的麦哲伦基金市值则达到了 680 亿美元。东南资产的投资理念，包括投资组合集中度和资本规模限制，得到了很好的回报。2003 年底，长叶合伙人基金 5 年来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的年收益率达 10.8%。同期，规模庞大且投资分散的麦哲伦基金却只取得了-1.1%的年收益率，低于标准普尔 500 指数-0.6%的年收益率。尽管麦哲伦为富达创造的收入远远超过长叶合伙人对东南资产的经济贡献，霍金斯和凯兹却为投资者提供了更多更好的服务。

与长叶合伙人基金根据投资机会的多少来决定它的开放或关闭不同，长叶合伙人小盘基金在 1997 年 8 月 1 日停止申购后就没有再恢复申购。按照马森·霍金斯的解释，这是因为“担心核心投资头寸被削弱，而又没有希望找到绩优商业股”。在小盘基金关闭不到一年以后，霍金斯和凯兹指出“即使波动或市场调整象征着买入的投资机会”，这只基金“可能仍不向新投资者开放，以保持对小盘股的侧重和我们的集中投资策略”。这就像人咬狗一样稀奇，投资者利益居然战胜了利润！

根据投资机会适时关闭基金以保持一定的资产管理规模，肯定要有利于现有股东。遗憾的是，作为一个行为信号，关闭基金的意愿对未来的投资者却是福祸相依。这就像是金融界的第 22 条军规令人左右为难，因为关闭一只基金就是拒绝新投资者的进入。利益相关者忧心忡忡地等待关闭的基金重新开放，而这种等待有可能是徒劳的。拿东南资产的大盘基金长叶合伙人基金来说，这种等待可能要历时数年。而对于长叶合伙人小盘基金，新的投资者可能再也没有机会去投资它。截至 2004 年底，这只基金已经停止申购 7 年多了。

如果长叶合伙人基金的委托人觉得他们再也不能让某一特定的投资工具增值，东南资产就会退出这项交易。2001 年 9 月，在宣布“房地产部门共同基金的结构不再是增加房地产投资资本的最好工具”之后，东南资产管理公司关闭了资产管理规模超过 5 亿美元的长叶合伙人房地产基金。放弃了这只基金 1%的管理费，使该公司的经理人每年少收 500 万美元的费用，却显示了该公司对投资者利益的极度忠诚。

与基金持有者的沟通

东南资产的最后几条投资原则是承诺为基金持有者服务，并与其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行真诚的沟通。旨在聚敛资产的共有基金公司，总会让潜在投资者在投资之前很容易地就获得上市文件，但一些包括敏感信息的辅助文件，如附加信息声明(SAI)，投资者通常很难得到。2004 年 2 月，在网上对规模最大的前 10 家共同基金公司进行的调查显示，只有 1 家基金公司在网上提供 SAI。资本研究公司和美国基金集团旗下的美国投资公司专门收集了一些基金的 SAI 信息，这是一种对投资者有利的信息披露。信息披露不足的基金包括包括 AIM 绩优股基金、富达麦哲伦基金、Franklin 收入基金、Janus 基金、Oppenheimer 非主流基金、Pimco 总收益基金、Putnam 成长与收入基金、T.RowePrice 股权-收入基金和先锋 500 指数基金。而东南资产始终坚持为投资者着想的方针，承诺与基金持有人进行真诚的沟通，只需轻点鼠标就可获得其 SAI 信息。

小结

东南资产是一家私人控股的独立公司，这对它能够为投资者利益服务至关重要。如果东南资产管理公司是一个金融服务集团的子公司，那么它就会面临为母公司利润做贡献的压力。如果是一家上市公司，它就有责任为股东们创造利润。只有在私人控股、由投资组合经理所控制的独立公司里，追求利润的经理人才有能力考虑为投资者的利益服务，而不用担心这对公司损益表的影响。独立公司有机会选择在多大程度上为投资者的利益服务或为公司创造利润。

东南资产管理公司展现了要取得主动管理成功需要具备的各项有利于投资者的主要特征。投资组合经理人要敢于持有集中型的投资组合，与基金持有人一起投入大量资金，限制资产管理规模，对税负敏感，合理设定费用，并在投资机会消失时关闭基金。即使这些信号都指向正确的方向，投资者仍不能肯定东南资产在未来的主动管理中会取得成功。

由于人是整个投资管理过程的核心，影响未来业绩的问题主要来自管理人员。要想获得较好的投资结果，马森·霍金斯和斯塔利·凯兹还会继续为创造高额投资收益投入多少时间和精力呢？管理团队的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深人员有没有吸引、培训并留住高素质的年轻人才呢？对于那些创造投资收益的专业人员，经济报酬的分配是否公平呢？要回答关于投资团队的经验、动机和聘用等方面的关键问题，就需要对其有深入而系统的了解，而这些信息是一般的共同基金投资者难以得到的。

投资者除了考虑现有投资管理团队的持续投入水平，还应该不断注视在开始投资前对他们的质量特征所做的评价。谨慎的投资者不仅会考虑保守派，也会选择锐意进取的人。评价投资经理人是一项永无止境的工作。

最后，成功的共同基金投资者必须足够了解自己是否有信心一直持有基本稳定却不被看好的头寸。在 1999 年末到 2000 年初的牛市顶峰，长叶合伙人的投资者撤出了接近 30%的资产，使投资组合遭受了三重损失。首先，退出的投资者要为已实现的收益交税。其次，他们在退出之前经历了不佳的业绩，也无法享受相对较好的未来收益。最后，离开的投资者可能会去购买当前业绩较好的但很快会变糟的基金。只有投资者有足够的耐力等到最后，识别出一只能取胜的基金才是有用的。

在签约任何主动管理投资方案时，即使是东南资产管理公司旗下的绩优基金，都需要极大的信心。投资者必须相信基金的未来业绩会和过去一样好，同时也认识到市场必然会发生变化。基金经理们会老去，会离开，会变得贪婪，会后继无人。即使公司名称不变，也不能保证在未来 10 年里继续保持以前创造的连续 10 年位居榜首的光辉记录。人总是在变的。

本章小结

尽管绝大多数共同基金经理人都以牺牲投资者利益为代价来创造利润，但还是有一小部分共同基金机构会把投资者利益放在首位。想要持有主动管理型共同基金的理性投资者会寻找那些在行为和结构上对投资者友好的基金公司。联合投资和限制资产管理规模的行为与为投资者创造收益的定位是一致的。虽然表现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的基金经理会使投资者获益，潜在的共同基金购买者仍面临着一个巨大挑战，那就是识别和监督那些表现良好的基金经理人。投资者必须准备好在阅尽一大群B级片的坏小子之后，辨认出为数不多的大片里的英雄。更可怕的是，一旦找到了这样一位难得一见的超级巨星，下一部作品是成功还是失败还是一个问题。要识别出一位主动管理的赢家是一件极其困难的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10 The Exchange-Traded Fund Alternative

第 10 章 另一种选择——交易所交易基金

交易所交易基金(Exchange-traded funds，也可译为“交易型开放式指数基金”)是一种可以像公司股票一样进行交易，并进行指数化投资的开放式共同基金。结构合理的 ETF 和标准的指数型基金一样都具有多元化、低成本和省税的优点。事实上，在某些情况下，ETF 可能比其他可比较的普通指数基金更省税。

ETF 诞生于 1993 年 1 月 22 日，由道富银行和信托公司(State Street Bank and Trust)、美国证券交易所和标准普尔公司联合发行了 150,000 股标准普尔存托凭证(简称 SPDR)，一种追踪 S&P500 指数的证券。俗称“蜘蛛”的 SPDR 在问世后大受欢迎。在 1993 年首次发行时的资产总额为 660 万美元，截至 2003 年 12 月 31 日，道富旗下的这只“蜘蛛”就积累了 438 亿美元的资产，几乎占到了所有 ETF 总市值(1574 亿美元)的 1/4。

ETF 可投资于任何一种核心资产类别，如国内股票、国外发达市场的股票、新兴市场的股票、传统的固定收益债券、通胀指数债券以及房地产。由于对市场的覆盖非常广泛，投资者只用 ETF 就有机会构造出一个多元化的投资组合。

高水平的投资管理公司控制着今天的 ETF 市场，在 2003 年 12 月 31 日，巴克莱全球投资公司(Barclays Global Investors)和道富环球投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



资管理公司(State Street Global Advisors)占据着整个ETF总市值的3/4。巴克莱和道富最早是为机构投资者的大型投资组合提供被动管理服务，它们向 ETF 市场提高节约成本的投资管理服务也有很久的历史了。虽然它们致力于盈利，但在为机构投资者提供共同基金管理服务的领域内竞争非常激烈，这就迫使巴克莱和道富形成了一种为客户着想的宗旨，并在 ETF 市场中的大部分行为上把这种宗旨发扬光大。

投资 ETF 最大的弊端在于需要与经纪业周旋。华尔街的经纪人一般都采取损害投资者利益的行为来赚钱。经纪人牺牲投资者的利益来中饱私囊，方式有四种：对交易收取高额费用，不认真为交易不频繁的投资者执行交易，对账户维护收取费用和鼓励频繁交易。不管经纪人的行为有多么恶劣，为 ETF 交易支付的佣金决定了最小交易规模，小于此规模的交易是不允许的。明智的投资者会密切关注交易成本和交易执行过程中固有的委托人—代理人冲突。

买卖 ETF 给个人投资者带来了几个巨大挑战。即使 ETF 的结构包含了一种能使市场价格趋于公平价值的套利机制，如果 ETF 投资的证券在一个流动性好和富有弹性的市场上进行交易，这种 ETF 的套利机制才是最有效的。如果 ETF 本身就在一个活跃、交易兴旺的市场上进行交易，那么套利行为就更有效了。由于套利机制有时不能使价格等同于公平价值，经验不足的投资者就有可能以高出公平价值的价格买入 ETF，以低于公平价值的价格卖出 ETF。

除了提供一些表现抢眼的投资产品以外，ETF 市场上也有很多基金的成本很高或结构不合理或两者兼有。例如，Rydex 环球投资(Rydex Global Advisors)对一只平均加权的 S&P500ETF 产品收取 0.40%的费用，而巴克莱环球投资对一只按市值进行加权的 S&P500ETF 产品仅收取 0.09%的费用。对于基本相同的投资管理服务，投资者为什么要多交四倍多的费用呢？小众产品的涌现，如单个国家基金或行业基金，用一些无关且有迷惑性的产品将 ETF 市场搞得一片混乱。有些 ETF 追踪的是那些结构不合理的指数，这些产品就不能吸引投资者。其他一些 ETF 则组成了固定不变的投资组合，不能与指数构造的变化保持一致，就可能使投资者手中的投资组合不再具有代表性。在 ETF 市场上，投资者也必须像对待其他金融服

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务一样谨慎且有怀疑态度。

投资者应该对一个更艰难的未来有所准备。ETF 资产的巨额增长已经吸引了华尔街的一些卑鄙小人，他们已经想出了一些增加收入的办法。结构更差、收费更高的产品已经蓄势待发。富有创造力的金融工程师已经找到了一种方法来发行主动管理型的 ETF，这使 ETF 领域的缺陷更为严重。随着时间的流逝，ETF 市场会日益呈现出传统共同基金业所具有的那些并不吸引人的特点。

对大多数投资者来说，ETF 是一种可以替代传统指数基金的新选择。不幸的是，和金融服务业的所有领域一样，ETF 投资者也面临着一系列代理问题，从而使他们背离了自己的目标。仔细选择基金并谨慎执行交易可以解决代理问题，这就使得投资者能够构造出一个极具吸引力的投资组合，其优点可以比得上甚至超过标准指数基金构成的投资组合。

交易所交易基金

在不到 10年的时间里，ETF 市场就从首次发行额为 660 万美元的标准普尔存托凭证发展到 2003 年底拥有 134 只证券、总市值达到 1570 亿美元。ETF 市场包含很多资产类别，如国内、国外和全球股票，国内债券以及通胀保值国债(TIPS)等。

美国股票主宰着 ETF 的上市情况，在数量上所占的份额超过 60%。如表 10.1 所示，就市值来看，美国的股票基金占到全部 ETF 市值的近 90%。事实上，美国最大的 5 只基金全都投资于股市，占 ETF 资产的比重达到惊人的 55%。

表 10.1　ETF 投资于一系列资产类别

	基金数量(只)	市值(百万美元)
美国股票	86	139,088
国外发达市场的股票	24	11,784
国外新兴市场的股票	9	2,563
全球股票	7	307
房地产	3	1,282

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

	基金数量(只)	市值(百万美元)
美国债券	5	2,231
TIPS	1	142
总值	134	157,396

来源：摩根士丹利。
备注：数据截至 2003 年 12 月 31 日。

表 10.2 列出了规模最大的 10 只 ETF，其中 4 只投资于核心资产（标准普尔存托凭证、S&P500 指数基金和 Total Stock Market VIPER 都投资于国内股票，MSCIEAFE 投资于国外发达市场的股票）。剩下 6 只基金所追踪的基准或者结构不合理（如道琼斯工业平均指数和 Russell2000 指数），或者适于投机（如 NASDAQ100 指数），或者两者兼有。尽管 ETF 市场整体都把重点放在指数型基金上，最大的 10 只 ETF 却是个大杂烩。

表 10.2　大型 ETF 主导市场

ETF	指数	信托人或投资顾问	市值（百万美元）
标准普尔存托凭证	S&P 500	道富环球投资管理公司	43,750
NASDAQ－100 指数追踪股票	NASDAQ－100	纽约银行	25,608
iShares S&P 500 指数基金	S&P 500	巴克莱全球投资公司	7,858
“钻石”(Diamonds)	道琼斯工业平均指数	道富环球投资管理公司	6,772
标准普尔 400 中型股存托凭证	S&P MidCap 400	纽约银行	6,420
iShares MSCI EAFE 指数基金	MSCI EAFE	巴克莱全球投资公司	5,362
iShares Russell 2000 指数基金	Russell 2000	巴克莱全球投资公司	4,509
iShares MSCI 日本指数基金	MSCI 日本指数	巴克莱全球投资公司	2,840
Total Stock MarketVIPERs	Wilshire 5000	先锋集团	2,509
iShares Russell 1000 价值指数型基金	Russell 1000 价值指数	巴克莱全球投资公司	2,329

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

撇开那些低质量的 ETF，这个市场提供了结构良好、定价合理且广泛投资于各种核心资产类别的证券。在表 10.3 所列的 ETF 中，有 6 只广泛投资于美国股市，有几只投资于债券和房地产证券，还各有一只投资于国外发达市场、国外新兴市场和 TIPS。巴克莱全球投资公司的 iShare 系列产品占绝对优势，在该列表的 14 只产品中占到了 11 只。屈居第二的是道富环球投资管理公司，虽然只有两只产品入选，但由于掌管着规模庞大号称“蜘蛛”的一只 ETF，道富提供的 ETF 产品用规模填补了数量上的劣势。最近才进入 ETF 市场的先锋集团也有一只产品榜上有名。

表 10.3 投资核心资产类别的 ETF 提供了有用的投资组合管理工具

资产类别	ETF	指数	份额代码	公平价值代码
美国股票	Total Stock Market (VIPERs)	Wilshire 5000	VTI	TSJ
	Russell 3000 (iShares)	Russell 3000	IWV	NMV
	道琼斯美国整体市场 (iShares)	道琼斯美国整体市场指数	IYY	NLAX
	S&P1500 (iShares)	S&P1500	ISI	EIS
	S&P 500 (iShares)	S&P 500	IVV	NNV
	标准普尔存托凭证	S&P 500	SPY	SXV
国外发达市场的股	MSCI 欧洲、大洋洲和远东指数型基金(iShares)	EAFE	EFA	IEE
国外新兴市场的股	MSCI 新兴市场自由指数基金(iShares)	EMF	EEM	EEV
房地产	Wilshire REIT (streetTRACKS)	Wilshire REIT	RWR	EWR
	Cohen & Steers 地产主要指数基金 (iShares)	Cohen & Steers 地产主要指数	ICF	IGG
美国债券	雷曼兄弟短期政府债券指数型基金(iShares)	雷曼兄弟短期政府债券指数	SHY	SHZ
	雷曼兄弟短期政府债券指数型基金(iShares)	雷曼兄弟短期政府债券指数	IEF	IEN
	雷曼兄弟短期政府债券指数型基金(iShares)	雷曼兄弟短期政府债券指数	IEF	TLZ
TIPS	雷曼兄弟 TIPS	雷曼兄弟美国通胀保值国债指数	TIP	TBK

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



三家公司主导着 ETF 市场，截至 2003 年 12 月 31 日，它们在 ETF 市场上的总份额仅仅稍低于 95%。位居前两名的巴克莱全球投资公司和道富环球投资管理公司都是机构基金被动管理领域的重要参与者。巴克莱和道富跻身于全球最大的资产管理公司，在 2003 年底时各自管理的资产都达到 1 万亿美元左右。纽约银行也凭借与美林合作开发的 HOLDR 和自己推出的 BLDR 而成为 ETF 市场的“三巨头”之一，但这两只产品集合了五花八门、业绩糟糕的证券，无法为投资者提供优质服务。主宰 ETF 市场的公司推出的产品能否满足投资者的需要，这些公司的特点和文化上就可以提供一些线索。

巴克莱和道富的资产管理业务具有机构性质，这对 ETF 的持有者大有裨益。向经验丰富的机构投资者提供类似商品的被动管理服务，是一个竞争非常激烈的市场，而巴克莱和道富则在利润之战中以微弱优势获胜。在管理核心资产的业务中，它们逐渐形成了在公平定价和竞争上的高效率，并将这种效率延续到了 ETF 市场中，从而使 ETF 的散户投资者获益。

对巴克莱和道富来说，进入 ETF 市场是管理机构指数基金这项核心业务的延伸。事实上，虽然没有可靠的数据把散户的头寸从机构投资者的头寸中分离开来，机构投资者看起来是在积极参与 ETF 交易，这就要求资产管理公司提供定价合理的产品，否则就将面临失去市场份额的风险。[①]对于巴克莱和道富的 ETF 产品，市场力量把它们的价格维持在公平有效的机构水平上，而不是在不公平且过高的散户水平上。散户沾了机构投资者的光。

巴克莱和道富提供的产品都经过了竞争的考验，与此形成鲜明对比的是，整个 ETF 市场中存在很多结构不合理的产品，它们是由那些面对散户的公司所推出的。作为 ETF 市场的三把手，纽约银行管理着 HOLDR 和 BLDR，这两只基金更多的是靠冠冕堂皇的名字缩写而不是出色的投资结构来吸引投资者。HOLDR 也是美林公司的产品，它是由几只固定的行业基金构成的，在一些公司消失时它会缩水，而在新公司诞生时却不能增值。HOLDR 集中了几个行业的投资组合，这种不

① 据摩根士丹利估计，在 ETF 的交易中，来自散户和机构投资者的资产大约各占一半。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理的构造使美林的客户承受了极高风险。

BLDR 是懒人在国外和全球投资中才会使用的方法。它没有合理投资于各类国外证券，而只是选择那些发行美国投资凭证（ADR)的公司，ADR 是一种允许国外证券在美国的交易所内进行交易的证券。ADR 对经验不足的投资者很有吸引力，因为它使投资者像买卖国内股票一样买卖国外证券，不必使用外国货币，也不必通过外国的股票交易所。交易的便捷性明显构不成理由来限制投资者购买这种专业化管理的基金，因为即使是对最幼稚的机构基金经理人来说，买卖外国股票也算不上是障碍。

纽约银行把重点放在 ADR 上也许别有用心。首先，纽约银行在授权它所编制的并不具代表性的 ADR 指数时，要收取资产的 0.06%作为费用。为了便于理解，让我们做个比较，纽约银行的 BLDR 收取 6 个基点(即 0.06%)的授权费，而道富旗下"蜘蛛"的总费率才仅为 9 个基点。为一个构造不合理的指数支付如此高昂的费用，相当于花一大笔钱买了一件不值一提的东西。其次，ADR 是 BLDR 产品的基础，而纽约银行则是 ADR 诞生和发展过程中的一个主角，为 ADR 市场引资无疑也会让它受益。在庆祝 BLDR 项目启动的新闻发布会上，纽约银行似乎没有注意这个明显的矛盾："作为全世界最大的存托凭证保管人，我们很荣幸推出这只ETF 来为投资者提供一种创新的解决方案……BLDR 系列产品进一步发扬了存托凭证的优点，更是投资非美国证券便捷而省钱的绝佳选择。"BLDR 的持有者在 ADR 市场上并没有什么私心，可成功的机会被限制了，而纽约银行则从中获益两次。

买卖 ETF

由于 ETF 的交易与其他在交易所上市的证券一样，投资者可能面对的不利局面是要在执行交易时与经纪公司过招。在证券业，经纪人和客户之间截然相反的利益是最显而易见的。经纪人的成功靠收取尽可能最高的费用，而客户的成功靠交纳尽可能最低的费用。经纪人的成功靠频繁的"炒单"，而客户的成功靠长期持有手中的头寸。明智的投资者会大胆怀疑经纪人的每一句话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谨慎投资者的表现会减少经纪人的利润，而这又加剧了他们与经纪人的固有冲突。对成本敏感的投资者尽力避免支付高额费用，否则会使经纪人获利。长线投资者尽力避免频繁交易，否则也会使经纪人获利。理性投资者使经纪人获得微薄的利润，也使两者原本就对立的关系雪上加霜。

全方位的经纪人服务一般都会破坏投资者的成功机会。全方位的服务包括一些明显没有价值的调查研究，一些无关紧要的投资建议，但它带来的成本却大大高于其他交易方式。雇用全方位服务经纪人的投资者简直是用天价购买了一个一无是处的东西。

另一种情况是经纪人只提供执行交易的服务。投资者自己下订单和接受执行结果，从而避免了全方位服务造成的高成本。会用互联网的投资者可以比使用电话的投资者节约一部分成本。

经纪人协助进行的交易有两种极端情况：只执行交易或者提供全方位服务。向经纪人支付的费用只买到了他的声音。全方位服务经纪公司没有给经纪人协助进行的交易带来任何看得到的好处。

执行交易的类别不同，支付给经纪人的费用也有很大差别。在2004年8月对交易成本进行的一份抽样调查中，如表10.4所示，经纪公司对单纯在线执行交易收取的费用是不变的（不管交易规模有多大）。费用不随交易规模而变也反映出经纪人带来的成本不随交易规模而变。买卖100份的成本与买卖100,000份的成本相同。在竞争激烈的在线交易领域，成本不随交易成本而变，使得费用也不随交易成本而变。

表10.4　投资者面对各种不同的交易成本交易标准普尔存托凭证(SPY)的估计成本

经纪公司	100份SPY		500份SPY		1000份SPY	
	美元	%	美元	%	美元	%
在线执行交易						
Ameritrade	10.99	0.10	10.99	0.02	10.99	0.01
TD Waterhouse	17.95	0.16	17.95	0.03	17.95	0.02

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

经纪公司	100 份 SPY 美元	100 份 SPY %	500 份 SPY 美元	500 份 SPY %	1000 份 SPY 美元	1000 份 SPY %
富达	29.95	0.27	29.95	0.05	29.95	0.03
电话执行交易						
Ameritrade	14.99	0.14	14.99	0.03	14.99	0.01
TD Waterhouse	35.00	0.32	35.00	0.06	35.00	0.03
富达	45.00	0.41	45.00	0.08	45.00	0.06
经纪人协助交易						
Ameritrade	24.99	0.23	24.99	0.05	24.99	0.02
美林	50.00	0.46	116.25	0.21	150.00	0.14
富达	55.00	0.50	111.00	0.20	181.00	0.17
全方位服务						
A.G. Edwards	100.00	0.92	500.00	0.92	976.68	0.90
Smith Barney	110.50	1.01	552.50	1.01	1052.57	0.97
美林	206.79	1.90	687.53	1.26	1081.06	0.99

来源：相关经纪公司的网站；机构代表。
备注：在适用情况下，收费反映了最低账户结余。计算百分比时假设 SPY 的单价为 109 美元，这是由它在 2004 年 8 月（也就是收集数据的时间）里的平均价格而得到的。

让我们比较一下费用不随交易规模而变的在线交易模式和费用随交易规模增加的全方位服务交易模式。即使买卖 100 份与买卖 500 份在交易单上的差别只是数目不同，A.G.Edwards 和 Smith Barney 对 500 份收取的费用却是对 100 份所收费用的 5 倍，全方位服务经纪人用交易规模扩大这个苍白的理由来向他们的客户榨取更多的佣金。与全方位服务的经纪公司进行交易的投资者是愚蠢的，也将会自食苦果。

这项交易成本调查考察了对标准普尔存托凭证（SPY）进行交易所要交纳的费用，从中可以看出各组费用水平的差别是很大的。提供全方位服务的传统经纪公司从中收取了数额惊人的费用。高居榜首的就是美林证券，买卖 100 份 SPY 收取 206.79 美元，买卖 500 份收取 687.53 美元。

不管交易规模有多大，为全方位服务支付的费用都会吞噬掉投资者资产的一大部分。在最高的一档收费上，美林对价值 10,900 美元的 SPY 交易要收取整整 1.9%的费用。即使是价格更为优惠的全方位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



服务经纪公司 A.G.Edwards，也要对此收取 0.9%的费用。感觉灵敏的投资者会避免全方位服务带来的过高费用。

在线交易的情况就大不相同了。如果仅提供执行交易的服务，Ameritrade 对 100 份的交易订单收取 10.99 美元的费用，比美林对全方位服务所收的费用低 18 倍还多。在这项假设的 SPY 交易中，Ameritrade 收取的费用不高，仅为 0.1%。

交易规模越大，收费的差距就越大。Ameritrade 对交易 1000 份 SPY 收费 10.99 美元，而美林则要收取 1081.06 美元，是前者所收费用的近 100 倍。就费用占价值的百分比来看，Ameritrade 为 0.01%，美林为 0.99%。如果投资者能自力更生，也就是只雇用经纪人来执行交易，那他们就能取得双赢的结果，既避免了经纪人的噪音干扰，也省下了一笔钱。

经纪费用将理性的 ETF 交易有效地限制在大规模交易上。如果投资者只雇佣经纪人来执行交易，买卖价值为 109,000 美元的 1000 份 SPY 需支付 0.01%的费用，买卖价值 10,900 美元的 100 份 SPY 需支付 0.10%的费用，这些费用对投资收益造成的损失是很小的。但是，只买卖一份价值 109 美元的 SPY 要交纳 10.0%的费用，这对投资者资本造成的损失就过高了。买卖 ETF 只在进行大宗交易时才划算。

买卖 ETF 要交纳经纪费是 ETF 投资的最大缺点之一。只雇用经纪人执行交易能给投资者带来双重好处：既可以避免没有头脑的经纪人对每个时刻的最热门股票喋喋不休，也可以为执行交易支付尽可能最合理的价格。谨慎的投资者会避免选择提供全方位服务的经纪公司，并选择那些只提供执行交易服务的低成本经纪公司来执行交易。

套利机制

大多数 ETF 的结构都包含套利机制，这一机制所鼓励的交易行为能使 ETF 的市场价格与相关证券的公平价值保持一致。市场价格与公平价值的紧密关系保证了市场参与者能以实际价格进行交易。ETF 在很大程度上可以避免困扰着一般共同基金的过期价格问题，因为 ETF 的价格在交易时间内是持续变化的，这就使投资者有机会按

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最新的市价进行买卖。表 10.3 总结了投资核心资产类别的 ETF 对市值和公平价值采用的代码。

即使某些 ETF 的供需不平衡导致市场出清价格偏离公平价值，当市价偏离公平价值的程度足够高时，套利机制允许特定的大型投资者通过纠正这一不平衡来获利。因此，市场在交易日内一般都能有效运行。

所谓的特许参与者在执行套利功能要以机构投资者的规模来买卖 ETF 份额，对股票型 ETF 来说一般是 50,000 份，对固定收益型 ETF 一般是 100,000 份。当 ETF 溢价交易时，即市价高于公平价值时，有套利动机的特许参与者会买入相对便宜的与 ETF 构成相同的证券组合，然后创建并卖出新发行的 ETF 份额。要注意的是，套利行为缩小了公平价值与市价的差距，因为 ETF 的供应量增加会使市价下降到公平价值。当市价高于公平价值时，套利行为增加了流通中的 ETF 份额。

如果情况相反，即 ETF 的公平价值高于市价时，特许参与者会采取相反的行动。套利者会卖空估值过高的与 ETF 构成相同的证券组合，并买入估值过低的 ETF。然后他们可以用手上的 ETF 份额来换取相关的证券，并用这些证券来填平空仓。要注意的是，套利行为缩小了公平价值与市价的差距，因为 ETF 的供应量减少会驱使市价上升至公平价值。当公平价值高于市价时，套利行为减少了流通中的 ETF 份额。

ETF 套利机制的有效性取决于构成 ETF 的证券所处市场的深度和流动性，以及 ETF 自身所处市场的深度和流动性。如果市场适合以微小的买卖价差进行大宗交易，它就有利于套利行为。如果市场只能承受以大幅价差进行的小额交易，那套利者就会受挫。由于市价与公平价值的紧密联系能增强投资者对市场公平性的信心，市场深度和弹性在支撑 ETF 市场方面发挥了重要作用。

市场深度

在 ETF 领域里，如果相关证券市场交易兴旺且富有弹性，能支持指数基金成份股的交易，那么此时的市价和公平价值是最为接近的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果成份股是以微小的买卖价差进行大宗交易，那么套利者就能快速集中大规模的头寸来利用市价与公平价值的差值进行套利。相反地，如果成份股只是偶尔以大幅价差进行交易，那么套利者要想通过套利交易来使市价与公平价值趋于平衡就非常困难。

大体看一下 ETF 市场在 2004 年 5 月 3 日这一周的走势，我们能得知 6 只由核心资产构成的 ETF 所含套利机制的有效性。这考查了市价与公平价值的关系，并按交易规模进行适当加权，整整这一周的 ETF 交易都衡量了市场在创造公平结果方面的有效性。一周的交易明显只能提供象征性的结果，但这种结果也具有启发性。

由于有效市场的目标之一就是使市价等于公平价值，市价与公平价值的任何偏差都是市场失灵的表现。因此，考查市价与公平价值偏差的绝对值是有意义的，这就使市价与公平价值的正负偏差变得同等重要。由于与投入交易的资金数量有关，按交易量进行加权的数据会使规模较大的交易对结果造成更大的影响（规模较小的交易对结果的影响则更小），从而清楚表明了市场运行的有效程度。

关于市场有效性的数据与对相关市场强劲程度的先验认识是紧密一致的。雷曼兄弟中期政府债券 ETF 模仿世界上交易最兴旺、最有效的证券市场的中间部分，它所造成的市价与公平价值偏差（按交易量进行加权）是最小的，只有 0.04%。如表 10.5 所示，国内股票和 TIPS 表现出很高的市场有效性，市价与公平价值的偏差都只有 0.08%。正如我们所预料的，流动性较差的国外市场不利于套利，其中国外发达市场上的价差为 0.22%，国外新兴市场上的价差为 0.57%。

表 10.5 核心资产类别 ETF 的市价/公平价值关系与相关市场的有效性一致

资产类别	ETF	按交易量加权的市价/公平价值偏差(%)	市价/公平价值偏差的范围		
			最低折价	最高溢价	波动范围
美国债券	雷曼兄弟中期政府债券(iShares)	0.04	−0.23	0.34	0.56
TIPS	雷曼兄弟 TIPS (iShares)	0.08	−0.21	0.38	0.59
美国股票	Total Stock Market (VIPERs)	0.08	−0.33	0.20	0.53

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

资产类别	ETF	按交易量加权的市价/公平价值偏差(%)	市价/公平价值偏差的范围		
			最低折价	最高溢价	波动范围
房地产	Wilshire REIT (streetTRACKS)	0.17	−0.81	0.52	1.33
国外发达	MSCI 欧洲、大洋洲和远东	0.22	−0.69	0.74	1.43
市场股票	指数型基金(iShares)				
国外新兴市场的股票	MSCI 新兴市场自由指数基金(iShares)	0.57	−1.64	0.46	2.10

来源：彭博资讯。
备注：数据取自 2004 年 5 月 3 日所在的一周。

虽然按交易量进行加权的数据展示了整个 ETF 市场的情况，单独的交易数据对个人交易者是有意义的。在对这一周数据的分析中，由美国债券构成的 ETF 在公平价值-0.2%到+0.3%的范围内进行交易，由 TIPS 构成的 ETF 在-0.2%到+0.4%的范围内进行交易，由美国股票组成的 ETF 则在-0.3%到+0.2%的范围内进行交易。投资国外发达市场的 ETF 在±0.7%的范围内进行交易， 在国外新兴市场上则在 2.1%的波动范围内交易，从-1.6%的折价到+0.5%的溢价。在较为有效的市场上，投资者很少关注以公平价值执行的交易，而是期望套利机制提供公平的价格。在不大有效的市场上，细心的投资者会注重交易的有效执行。

ETF 份额所在市场的规模和流动性，在决定交易执行的质量方面发挥着重要作用。买卖价差是衡量市场有效性的标准之一，它代表了做市商对一只证券的买卖报价价差。大幅价差对应的是高交易成本，小幅价差对应的则是低交易成本。

在 2004 年 5 月 3 日所在的一周内， 由美国有价证券组成的 ETF 面临的成本较低，它们的平均买卖价差在其价格的 0.06%到 0.09%之间。投资于国外发达市场与国外新兴市场的 ETF 则分别为 0.12%和 0.15%。流动性偏差的房地产 ETF 几乎都是按约定进行交易， 并以 0.31%的平均价差垫底，详见表 10.6。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 10.6 ETF 的买卖价差因资产类别而异

资产类别	ETF	截至 2003 年 12 月 31 日的市值（百万美元）	平均日交易量（千份）	平均买卖价差（%）
美国债券	雷曼兄弟中期政府债券(iShares)	398	174,804	0.06
TIPS	雷曼兄弟 TIPS (iShares)	142	113,673	0.07
美国股票	Total Stock Market (VIPERs)	2,509	155,216	0.09
国外发达市场股票	MSCI 欧洲、大洋洲和远东指数型基金(iShares)	5,362	605,390	0.12
国外新兴市场的股票	MSCI 新兴市场自由指数基金(iShares)	1,090	142,330	0.15
房地产	Wilshire REIT (streetTRACKS)	285	17,500	0.31

来源：摩根士丹利；彭博资讯。
备注：有关平均日交易量的数据取自截至 2004 年 1 月 28 日的 100 个交易日。

市场流动性在 ETF 的定价中起着重要作用。价格与公平价值是否接近，要取决于构成 ETF 的证券所在市场与 ETF 自身所在市场是否强劲。对投资者来说幸运的是，由核心资产类别构成的 ETF 一般都呈现出良好的流动性，从而使他们更有理由相信市场价格反映了公平价值。

省税

ETF 比其他的开放式共同基金更省税。当共同基金投资组合的经理人，不管他们是哪种类型，卖出份额并实现收益时，就会为基金持有者带来应课税的收益分配，这时，投资者就需要纳税了。ETF 套利机制使基金经理有机会减少应课税的收益分配。

ETF 投资的省税优点源于以物代物的交换，这种交换是市价/公平价值套利行为的一部分。当 ETF 的公平价值超过市价时，投资者可以卖空估值过高的构成指数的证券组合，并买入估值过低的 ETF，然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后赎回 ETF 以换取一揽子相关证券。这种以物代物的交换不会引起任何税负，并使基金经理有机会向套利者提供成本最低的证券(意味着最高的潜在税负)。然后，套利者再用这些证券来填平空仓并完成交易。

正如所料，历史数据表明 S&P500"蜘蛛 ETF"比 S&P500 指数型基金更省税。表 10.7 选取了截至 2002 年 12 月 31 日的 10 年间的数据，从中可知，一般开放式 S&P500 指数型基金分配的平均资本利得占资产的 1.87%，而"蜘蛛 ETF"则仅占到几乎看不出来的 0.01%。即使标准指数型基金分配的资本利得显示出它能够省很多税，ETF 在省税方面仍占据优势。

表 10.7 ETF 在省税方面更胜一筹 分配的资本利得与净资产价值之比

	ETF(SPY)	标准的开放式 S&P 500 指数型基金
1993	0.00	1.10
1994	0.00	1.35
1995	0.00	3.85
1996	0.12	2.10
1997	0.00	2.34
1998	0.00	1.67
1999	0.00	1.52
2000	0.00	2.58
2001	0.00	1.76
2002	0.00	0.42
平均值	0.01	1.87

来源：摩根士丹利，交易所交易基金。指数联动型 ETF：季度最新情况，2004 年 1 月 28 日。

由核心资产类别组成的 ETF

并非所有的 ETF 对投资者都有用。截至 2004 年 1 月，在美国的交易所进行交易的 ETF 共有 135 只，其中仅有 14 只为投资选择了多元化的核心资产。剩下的 121 只 ETF 或者是选择了结构不合理的基准，或者是集中投资于高风险的资产类别，或者两者兼有。大多数有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缺陷的基准所选择的结构都会带来不必要的高换手率，在个别情况下也与选股技术不佳有关。投资者发现将资产集中于一些行业基金是有风险且不受欢迎的，包括根据资产规模（小盘、中盘和大盘）、投资风格（成长型和价值型）、市场领域（医疗卫生、电信、公共事业等）和地理位置等因素建立的投资组合。明智的投资者会回避绝大多数的 ETF。

不幸的是，投资于非核心 ETF 的资产现在已超过核心 ETF。如图 10.1 所示，在 ETF 投资的早期，核心基金占主导地位。面对早期的“理性”基金所取得的成功，华尔街的金融工程师又研发出很多“并不理性”的替代品。由于华尔街的努力，非核心 ETF 现在主导了这个市场。

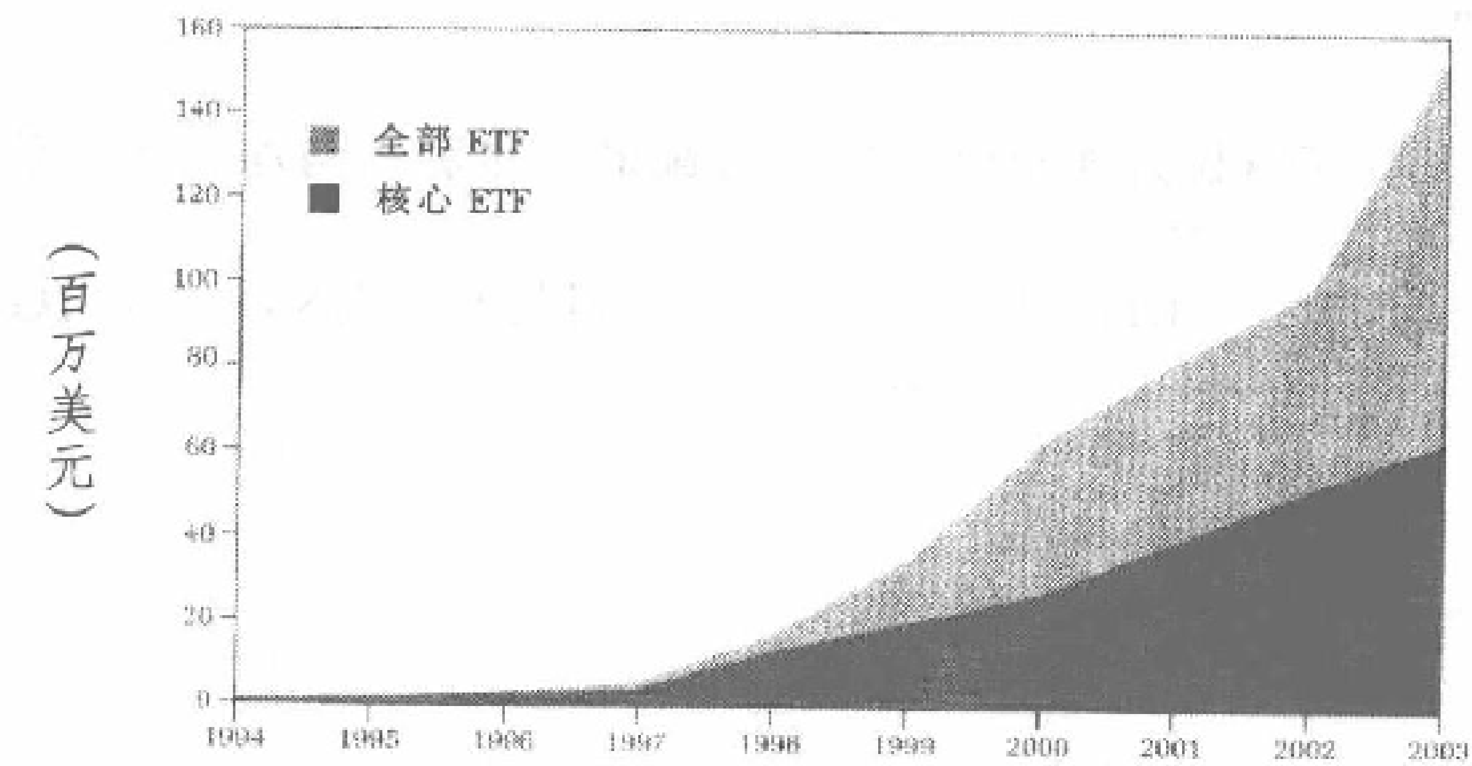


图 10.1 核心 ETF 让位于非核心 ETF

来源：理柏公司。

由核心资产类别组成的 ETF 以更低的成本为投资者选择了更多的资产类别。如表 10.8 所示，核心 ETF 的平均费率为 0.24%，比非核心 ETF 的平均费率（0.49%）低一半还多。由核心资产类别组成的 ETF

表 10.8 大多数 ETF 选择的投资组合并不合理

	基金数量	平均费率
核心资产类别	6	0.16
其他多元化的资产类别	16	0.28
风格基金	18	0.23
行业基金（不包括房地产）	43	0.52
国外发达市场股票所组成的 ETF		
核心资产类别	1	0.35

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续表）

	基金数量	平均费率
其他多元化的资产类别	1	0.30
地区基金	8	0.45
国家基金	16	0.82
国外新兴市场股票所组成的 ETF		
核心资产类别	1	0.75
其他多元化的资产类别	1	0.30
地区基金	1	0.50
国家基金	6	0.94
全球股票组成的 ETF		
多元化资产类别	3	0.35
行业基金	5	0.65
房地产证券组成的 ETF		
核心资产类别	2	0.30
其他	1	0.60
美国债券组成的 ETF		
核心资产类别	3	0.15
公司基金	1	0.15
多元化资产类别	1	0.20
TIPS 组成的 ETF		
核心资产类别	1	0.20
小结		
核心 ETF	14	0.24
非核心 ETF	121	0.49
总计	135	0.46

来源：摩根士丹利，交易所交易基金。指数联动型 ETF：季度最新情况，2004 年 1 月 28 日。
备注：费率不包括 17 只 HOLDR，因为它所收费用的比重因份额的价格而异。

成本更低，且结构更合理，能带给其投资者更高的投资收益。

要注意的是，投资于核心资产的美国股票 ETF 的费率为 0.16%，而投资行业基金的 ETF 的费率则为 0.52%，两者差异巨大。大多数行业基金不仅使投资者面临不适当的风险，最后还会让投资者为这些不可靠的产品付上一笔额外费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在总计数字下面的详细资料表明，理性的投资者十分关注单只 ETF 的费率。让我们看一下由巴克莱全球投资公司和道富环球投资管理公司管理的两只公共事业 ETF 的特点，如表 10.9 所示。这两只 ETF 的投资组合显示出惊人的相似性，持有头寸最大的 10 只证券完全相同，排序也基本相同，但是这两家公司却给出了完全不同的价格，巴克莱收取 0.60%的费用，而道富则收取 0.28%的费用。道富的投资者

表 10.9 相似的 ETF 收取不同的费用

ETF	指数	投资顾问	费率	持有头寸最大的十只证券(占资产的百分比)
道琼斯美国公用事业指数型基金	道琼斯美国公用事业指数	巴克莱全球投资公司	0.60	Southern (6.3) Exelon (6.1) Dominion Resources (5.8) Duke Energy (5.5) Entergy (3.8) American Electric Power (3.6) Firstenergy (3.5) FPL Group (3.2) Progress Energy (3.1) PG&E (3.0)
公用事业产业 SPDR	公用事业产业指数	道富环球投资管理公	0.28	Southern (7.4) Exelon (7.2) Dominion Resources (6.8) Duke Energy (6.5) Entergy (4.5) American Electric Power (4.2) Firstenergy (4.1) FPL Group (4.1) PG&E (3.8) Progress Energy (3.6)

来源：摩根士丹利，交易所交易基金。指数联动型 ETF：季度最新情况，2004 年 1 月 28 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做了一笔更为划算的生意。

这样一种收费差异也存在于 4 只技术产业 ETF 中，它们所追踪的指数分别是由道琼斯、高盛、摩根士丹利和标准普尔构造的。如表 10.10 所示，它们的收费存在差异，从资产的 0.28%到 0.60%不等，这一差异与基金的投资授权无关，与这些基金持有相似的证券无关。在持有头寸最大的 10 只证券中，思科公司在这 4 只基金中都占有一席之地，微软、因特尔、IBM、戴尔、惠普和甲骨文则出现在其中 3 只基金中。所持头寸相同，面临的投资挑战也基本相同，可能会使理性的观察者觉得这 4 只技术基金在价位上类似，但它们的价位却是明显不同的。

表 10.10 集中于技术产业的 ETF 在定价上大不相同

ETF	投资顾问	持有证券的数量	上市日期	费率
道琼斯美国技术产业指数型基金(iShares)	巴克莱全球投资公司	250	2000 年 5 月 15 日	0.60
高盛技术产业指数型基金(iShares)	巴克莱全球投资公司	222	2001 年 3 月 13 日	0.50
摩根士丹利技术产业指数型基金(iShares)	道富环球投资管理公司	35	2000 年 9 月 25 日	0.50
技术产业 SPDR	道富环球投资管理公司	95	1998 年 12 月 22 日	0.28

来源：摩根士丹利，交易所交易基金。指数联动型 ETF：季度最新情况，2004 年 1 月 28 日。

观察这些基金的上市年份可以得出一个令人担忧的结论。购买道富在 1998 年 12 月发行的标准普尔技术基金是最合算的，因为它的收费仅为资产的 0.28%。巴克莱在泡沫时代发行的道琼斯美国技术产业基金收取 0.60%的费用，而道富在 2000 年发行的那只 ETF 则收取 0.50%的费用。指数基金的经理人是否利用了 ETF 投资者对价格的迟钝而逐年提高了费率呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



投资于国外发达市场的 ETF 则出现各个部分之和与总体不匹配的情况。巴克莱全球投资公司发行了一只追踪欧洲、大洋洲和远东(EAFE)指数的 ETF,收取 0.35%的费用是合理的。巴克莱也针对 20 个 EAFE 国家中的 13 个发行了国家基金，投资者使用这些国家基金就可以覆盖 EAFE 大约 90%的市值。令人吃惊的是,它对每一只国家基金收取的费用为 0.84%，几乎是对 EAFE 基金所收费用的 2.5 倍。购买单只国家基金来投资外国市场要付出昂贵的代价。

奇怪的是,巴克莱所发行国家基金的费用水平与各只基金的特点无关,投资英国市场的 ETF(在 2003 年 12 月 31 日的规模为 EAFE 指数型基金的 25.6%)与投资日本(21.4%)、比利时(1.1%)和新加坡(0.8%)的 ETF 所收取的费用都是 0.84%。EAFE ETF 的费率为 0.35%,而组成国家的基金却要收费 0.84%,对于这个差异并没有一个合理的解释,尤其是考虑到 EAFE 的整体基本上就是各个组成国家的总和。

此外，巴克莱的定价与基金的资产规模也无关。事实上，iSharesMSCI 日本 ETF 在 2003 年 12 月 31 日拥有 28 亿美元的资产，按市值计算位居所有 ETF 的前十位。巴克莱不能以这只 ETF 的资产规模小为由来收取额外费用。与日本相反,有关规模的争论可能也适用于 MSCI 比利时 ETF 和它 1140 万美元的小型投资组合，但它与日本 ETF 一样都收取 0.84%的费用。巴克莱也许忽略了自己对投资者友好的传统,市场能承受多少,它则要价多少。

结构不合理的 ETF

令人沮丧的是，一些结构不合理的高成本 ETF 搅浑了原本清澈的 ETF 市场。Rydex 环球投资[①]发行了一只同等加权的 S&P 指数型基金,0.40%的费率显得很荒唐，因为巴克莱对按市值进行加权的 S&P 指数型基金才收取 0.09%的费用。Rydex 基金的投资者不但要为指数管理服务支付高达合理价格 4 倍的费用，持有同等加权的 ETF 还使

① 在发行定价高且构造糟糕的 S&P 同等加权指数型基金之前,Rydex 就已经因高成本、前端收费的 REIT 指数型基金被列入投资管理界的黑名单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有者有可能面临不利的税收后果，因为，要使各只债券保持相同的权重需在每个季度进行一次再平衡交易。表 10.11 展现了这个令人遗憾的情况。

表 10.11 业绩糟糕的 ETF

ETF	指数	投资顾问	费率(%)
Rydex S&P 同等加权	S&P 500 同等加权指数（每季度进行一次再平衡）	Rydex 环球投资	0.40
PowerShares 动态市场投资组合	100 只股票 基于规则、按美元价同等加权，并加以修正(每季度进行一次再平衡)	PowerShares 资产	0.60
PowerShares OTC 投资组合	100 只 NASDAQ 股票 基于规则、按美元价同等加权，并加以修正(每季度进行一次再平衡)	PowerShares 资产	0.60

来源：摩根士丹利，交易所交易基金。指数联动型 ETF：季度最新情况，2004 年 1 月 28 日。

PowerShares 资产管理公司发行的同等加权基金对投资者的损害更大，它也在每个季度进行再平衡并增加了税负，而它收取的费用更可笑，竟然达到资产的 0.60%。除了过高的费用以外，PowerShares 所模仿的指数造成了更大的麻烦。根据“PowerShares 动态市场投资组合”的招股书，该基金“追求的投资收益在大体上与动态市场 Intellidex 指数的价格和收益一致”。Intellidex 是由智慧(intelligent)与指数(index)这两个单词压缩而成的，词义本身就有矛盾。PowerShares 使用摩根士丹利在研究报告中所称的“基于规则的数量分析”来评价和选择证券，采取的是主动管理，而不是被动地模拟指数。所谓的指数构造过程“基于一系列的标准，包括基本面的增长、股票估值、时效性和风险因素等”来对公司进行排序。与 Intellidex 构成一种指数的论断不相符的是，该招股书明确描述了一种主动管理过程，试图在适度风险水平下，以合理价格及时买进正在成长的公司。PowerShares 披着被动管理的伪装进行主动管理，不但愚弄了投资者，也玷污了 ETF 单纯进行被动管理的投资特点。

仔细阅读 Rydex 和 PowerShares 的上市文件，就会发现它们有可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能进一步损害投资者的利益，因为它们采用 12b-1 计划，允许在每年对收益分配服务最多收取 0.25%的费用。虽然这一计划还没有实施，但投资者在未来却要面临悄然增长的成本来为聚集资产提供资金，而从中受益的只有 ETF 的发行者。

Rydex 还有一种方式，也进一步损害了投资者的利益，那就是保留了使用庞大的软性费用来支付各种研究服务的权利，这些研究包括“关于经济、产业、证券组合、单个公司的信息，统计信息，会计和税法解释，影响投资组合的政治和法律发展情况，专业的市场行为，定价和评估服务，信用分析，风险衡量分析，业绩分析和对公司责任的分析等”。而对于一只向 S&P500 指数的 500 只成份股各投入 0.20%资产的基金来说，这些研究能发挥什么作用呢？由于研究服务绝对没有为指数基金经理人提供什么好处，答案也许在于这些服务“可能有利于管理顾问管理其他账户，包括由他担任管理顾问的其他投资公司”。换句话说，Rydex 利用 ETF 交易所获得的佣金来支付各种研究服务，以支持该公司的其他投资管理活动。

有趣的一点是，纽约银行（前文已提到过它发行了没有吸引力的 BLDR 和 HOLDR）为 Rydex 和 PowerShares 发行的没有吸引力的基金担任管理员、托管人和过户代理人。结构不合理的产品与促销的生产者之间的关系网呈现出自我加强和自我保持的特点。生产者一旦被认定为低质量，往往会在推出劣质产品后再次推出劣质产品。

对 ETF 购买者来说不幸的是，众多市场参与者现在都计划发行主动管理型 ETF。其中为首的，就是希望从未来发行的 ETF 中获利的美国证券交易所，这些参与者期望在 2005 年发行大量 ETF 来“追踪各个投资组合经理人所选择的股票”。由于实时披露主动管理型投资组合的构成情况会直接破坏主动管理的有效性，美国证券交易所希望“构造所持头寸不被披露的 ETF”，这个构造过程的“专利正在申请中”。一旦主动管理加入 ETF 的队伍，投资者要区分构造合理、低成本的优质产品和构造不合理、高成本的劣质产品就更困难了。

这一变化的各种先兆威胁着迄今为止在大体上富有吸引力的 ETF 市场。像巴克莱和道富这样的一流管理公司看到了高额费用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诱惑，而像纽约银行支持的 Rydex 和 PowerShares 这种水平不高的管理公司则把投资者视为等待宰割的羔羊。即使今天 ETF 的绝大多数资产都还是结构合理、定价公平的投资工具，而在未来这个行业可能会日益接近传统的共同基金业，充斥着结构糟糕的高成本产品。

本章小结

对于那些有资产、有时间且有意愿亲自管理投资组合的投资者来说，ETF 是很有前景的投资选择。无休止的委托人—代理人冲突是任何经纪关系所固有的，接受与这一冲突进行斗争的成本，赋予投资者在一系列低成本、高质量且省税的产品中进行投资的机会。

ETF 市场对那些拥有中等规模资产或持续进行小额交易的投资者是没有意义的。华尔街在执行交易时收取的费用是这些小型投资者所难以承受的。

ETF 现在还处于发展初期，ETF 市值的大部分（虽然这无疑并不意味着大多数的 ETF）都选择那些定价合理、结构良好且投资于核心资产类别的证券。ETF 市场对投资者友好的特点主要源于该市场上最大的两家投资公司——巴克莱全球投资公司和道富环球投资管理公司，它们最初从事着为机构投资者管理指数基金的业务。巴克莱和道富在管理 ETF 产品和为 ETF 产品定价时的方式都与它们向机构投资者提供核心产品时一样，从而使投资者获得了以合理的价格享受高质量投资服务的宝贵机会。

ETF 市场的现状与传统共同基金业的悲惨状况形成鲜明对比，因为在传统的共同基金业里，有大量投资公司以牺牲散户投资者的利益为代价牟取超额利润。不幸的是，ETF 市场似乎正在重蹈共同基金业损害投资者利益的覆辙。ETF 业的一流公司推出过多的产品并收取不合理的费用，这贬低了它们的形象。ETF 业的二流公司推出二流的产品却收取高得可笑的费用，这证实了它们的平庸无能。随着 ETF 市场逐渐走向成熟，投资者所面临的投资选择将越来越不具吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

盈利性共同基金的失败

大量证据证明了赢利性共同基金业的失败。基金管理公司的信托责任是为投资者创造高额的风险调整收益，利润动机则是为它们自己提供大量收入，当这两者发生冲突时，落败的是投资者收益，获胜的则是公司利润。

共同基金投资者一直都不能实现他们的投资目标，因为投资管理界的均势明显偏向于追逐利润的基金管理人。当一个经验丰富的金融服务提供商与一个缺乏经验的客户对决时，结果将是完全可以预料的，这就如同一个重量级的拳击冠军和一个 98 磅的瘦人进行拳击比赛。个人投资者在第一回合就被击倒而落败。

如果避开单纯受利润驱动的公司而选择那些能减少或消除利润追逐者与收益寻求者之间冲突的机构，投资者就能增加胜算。非盈利的组织结构可以让投资者专心致力于履行自己的信托责任。此外，在非盈利领域也不存在利润率，这就降低了共同基金持有人的成本。在投资管理的战场上，非盈利的投资管理人提供了一条安全通道。

由于所有权的特点和性质不同，在赢利性的共同基金管理领域存在很多重要的子类别。其中一个重大的区别是上市公司和私人持股公司。上市公司一般都会盲目地坚持追求利润，而私人持股公司有时则会将提高投资者的利益放在其次。另一个重大区别是独立管理的公司和金融服务组织的子公司。虽然它们都追逐利润，但附属于一个上级公司的投资管理公司比起单独致力于投资管理的公司要面临更多的冲突。

SEC 颁布和实施的法规并没能维护投资者的利益，这个长期人员配备不足、又总是负担过重的市场监管当局总是在不停地追赶。对代理人最好的情况是，它回应备受关注的问题、制定解决方案、对付此行业的各家公司，并实施效果不大的改革。同时，这个行业的参与者设法继续进行他们的目标行动，小心谨慎地避免触犯那些新颁布的但却没有效果的法规。对代理人最糟的情况是它为不利于投资者的行为提供

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避风港，SEC总是不能与资源更丰富的共同基金业并驾齐驱。

由SEC授权的信息披露也不能维护投资者的利益。机构的理念是建立在相信自由市场力量可以有效这一基础之上的，信息披露就是这个监管当局抵御共同基金业不良行为的第一道（常常也是最后一道）防线。信息披露没有什么用处。第一，很少投资者会阅读信息披露文件。第二，即使投资者仔细阅读了很容易得到的厚达几百页的招股章程、不是很容易得到的额外信息以及同样容易得到的年度报告，也很少有投资者知道该如何处理这些信息。对投资者不幸的是，SEC要求基金管理者进行的信息披露基本都没人阅读，这就相当于协助并支持他们继续进行不良行为，却让不幸的（但表面上却消息灵通的）投资者遭殃。

个人投资者唯一的理性对策就是避开盈利性的投资管理公司，并将主动管理这个危险的诱惑拒之门外。如果去掉那些由盈利性公司管理的资产和在超越市场平均收益的动机下管理的资产，那么，今天的共同基金业就所剩无几了。共同基金在投资者身上得到了大量钱财，却给他们带来了极大的伤害。

盈利性组织和非盈利性组织

投资者想要识别出一只在主动管理下能够带来超额风险调整收益的共同基金，需要面临几乎无可逾越的多重障碍。其中一些障碍源于投资组合管理人的能力不足和性格缺陷。其他的困难则是由投资者愿望和公司目标之间的冲突所引起的。在每个关键时刻，投资者都面临着艰巨的任务，那就是在信息不足的情况下做出评价和判断。

投资者面临的一个稍微简单些的任务，就是挑选出那些组织结构可能是为投资者利益服务的基金管理公司。在对盈利性的投资管理人进行考查时，谨慎的投资者会考虑基金管理人的行为、评价公开披露的收费方案，并为那些会减少投资收益的隐性费用和佣金而担忧。有见识的投资者能意识到利润动机和信托责任之间的固有矛盾。对于非盈利性的基金管理公司，为投资者的目标服务和为公司创造收入之间不存在冲突。在评价非盈利性的投资管理人时，投资者在一开始就感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

觉很安心，因为他们知道自己和基金管理公司是站在相同立场上的。盈利性的基金管理人由于目标有分歧而遭受认识失调，而非盈利性的基金管理人则能专心致力于履行自己的信托责任。

对利润的追求消失时，对投资者的损害也才可以得以平息。过多的管理费用被消减，12b-1 费用规则不复存在，投资组合成交量下降，资产积聚也就停止了。非盈利性的基金管理公司不收取产品配售费用，抵制择时交易的投资者，也不会使用软性费用。非盈利性公司与其投资者的利益是一致的，而盈利性公司与深受其害的投资者之间的利益则出现背离，前者轻而易举地打败了后者。

从共同基金持有人的角度来看，非盈利性组织有一个显而易见的经济优势：对于其他相同的业务，盈利性组织比非盈利性组织收取的费用更多。简单的数学运算表明，创造利润要求收取的费用高于提供投资服务的基本成本。在非盈利领域，基金公司利润率中的费用部分负和基金持有人的利益。

大型的非盈利基金公司为数很少。看一下表 1，在 2003 年底评出的资产规模最大的 10 家基金公司中，有 4 家是保险公司的子公司，3 家是上市公司，两家是盈利性的私人持股公司，只有一家是非盈利性实体。不同的所有权结构影响着投资结果的特点和质量。

表 1　基金管理公司的所有权各不相同

基金管理公司	2003 年 12 月 31 日时的资产(十亿美元)	母公司	公司情况
富达	616		私人持股公司
先锋	615		非盈利性公司
资本集团	457		私人持股公司
富兰克林邓普顿	191		上市公司
太平洋投资管理公司	143	安联保险	子公司
宝源投资	143	威达信保险	子公司
普信集团	118		上市公司
杰纳斯	96		上市公司
奥本海默	89	麻省人寿保险	子公司
MFS	80	永明金融	子公司

来源：晨星公司。
备注：不包括货币市场上的资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



上市公司和金融服务公司的子公司对投资者的利益构成了最大威胁。上市公司的股东要求获利。货币管理公司的母公司则要求子公司为其账本底线做出贡献。但不幸的是,一次又一次的情况表明,对利润的追求使得基金管理人从令人满意变得受人质疑，接着又变得违背职业道德,最后变得明显违反法律。共同基金持有人和为上市母公司服务的盈利性实体之间存在巨大的利益分歧。

盈利性的私人持股公司与共同基金客户之间的利益冲突可能要少一些。虽然利润同样是上市公司和私人公司的命脉,上市公司的高层主管要专心致力于创造净收入以满足分散的股东群体所提出的要求,除此之外,很少会有别的选择。相反地,私人公司的所有权集中,其领导人可以选择更多地考虑非货币因素。有证据表明,私人持股的共同基金公司会放弃完全遵循账本底线，而选择更加忠实于客户的利益。例如,在 2003 年初曝出的共同基金丑闻中,《华尔街日报》指出 3 家最大的基金集团全是由私人持股的，与 10 大基金公司中的另外 7 家纯粹受利益驱动的公司相比，它们做出的不良行为相对较少,并因此获得了市场份额。但是,尽管有可能带来更好的投资结果,盈利性的公司——不管是上市的，还是私人持股——最终都是追求利润的。基金管理公司获得利润必然会减少基金持有人的利益。

先锋集团和美国教师保险及年金协会(TIAA-CREF)

对投资者来说,幸运的是,有两家大型的基金管理组织是在非盈利的基础上运营的,它们弘扬了为投资者利益服务的公司文化。截至 2003 年 12 月 31 日，先锋集团的长期资产管理规模达到 6150 亿美元,而美国教师保险及年金协会(TIAA-CREF)①也达到 2720 亿美元，它们遵循一套更高的信托标准，这就使其在基金管理过程中将个人投资者的利益放在最重要的位置上。先锋集团和 TIAA-CREF 强调提供高质量、低成本的投资产品,这就为个人投资者提供了构建投资组

① 大卫·斯文森担任 TIAA 的受托人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合的重要工具。

先锋集团的董事长兼 CEO 约翰·布伦南(John Brennan)称其公司结构非常“独特”,这就使该公司在为投资者利益服务方面具有与众不同的优势。由于先锋集团不以盈利为目的,“申购基金的成本几乎全部来自公司运营、管理及分销服务的成本。”另外,由先锋集团内部管理的指数型基金可以享受投资咨询服务,其成本是“一位由先锋集团直接聘用的资深投资管理人员”。先锋集团的低成本和令人印象深刻的规模经济只会让该公司基金持有人的账户资金增加。

先锋集团除了非盈利的定位带来的成本优势以外,其投资者的利益与该公司管理层的利益也高度一致。在先锋 500 指数型基金的 2002 年度报告中,布伦南指出先锋集团的公司结构“保证了我们的利益与您是一致的。我们不为其他人服务”。共同基金丑闻促使其他基金管理公司的领导层说出一些空洞的陈词滥调,这通常是在为他们自己的可耻行为开脱,在丑闻曝光之前,布伦南就强调要求他的雇员“满足道德行为和信托责任的最高标准”。布伦南的话给人真实的感觉,大部分原因在于他的同事们一点也没有感到创造利润所带来的压力。

美国教师保险及年金协会,更为人熟知的名称是 TIAA-CREF,它不以盈利为目的,将客户的利益放在首位。由于 TIAA-CREF 的大多数资产是可变的年金,该公司无法入选“十大共同基金管理公司”。但这家投资管理公司却是为个人提供固定缴款型养老金计划的最重要的公司之一。如表 2 所示,在个人主导型养老金账户的管理者中,TIAA-CREF 仅次于富达,并超过了行业巨头先锋集团和资本集团。

表 2 非盈利公司在固定缴款型养老金计划市场上发挥重要作用

基金管理公司	2003 年 12 月 31 日时的资产(十亿美元)	公司情况
富达	360	私人持股公司
TIAA-CREF	291	非盈利性公司
先锋集团	180	非盈利性公司
道富公司	160	上市公司
资本集团	135	私人持股公司

来源:十大固定缴款型养老金管理者,养老金和投资,总第 22 期,2004 年第 16 期:第 20 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

TIAA-CREF 的起源可以追溯到 1918 年，当时的卡内基基金会设立 TIAA 以提高大学和学院教授的退休收入，几十年前，他们中的很多人在退休离校以后虽然一副绅士派头，过得却是穷酸的生活。TIAA 在成立之初，为参与人提供了一种传统意义上的保守投资工具，它将资产主要投资于政府债券和铁路债券。

安德鲁·卡内基独创的理念可谓一部出色的创新史。意识到二战后的通货膨胀降低了有名义面额的固定收益资产所带来的收益，TIAA 又在 1952 年创立了大学退休股权基金(CREF)，CREF 是当时世界上的第一种可变年金，也是当今世界上规模最大的股权资产之一。在 20 世纪 70 年代，CREF 成为"第一批使用由国际股票构成的广泛投资组合的公司"。更近一段时间以来，该公司又提供了一种极其特殊的房地产投资工具，让散户直接能拥有一个管理良好、机构性质的房地产投资组合。在 TIAA-CREF 的整个历史上，它都专心致力于为其参与人的利益服务。

TIAA 和 CREF 的首席执行官赫伯·阿里森明确表述了该公司的持久性价值，他说："TIAA-CREF 是一家特殊的公司。我们的产品和服务必须不断变化以更好地为我们的参与人服务，但我们公司的质量必须保持不变，我们一直都非常谨慎地将这两者区分开来。我们将仍然忠实于 TIAA-CREF 的特殊价值观——客观、低价高质的产品、健全的投资管理和不收取佣金的投资顾问。在对公司丑闻感到忧虑的时候，我们仍将遵守最高的诚信标准。"

TIAA-CREF 对参与人的资产采取非常主动的管理方法，按它创造的额外风险调整收益来衡量，它有时候并不能取得成功。但该公司专心致力于创造低成本高质量的投资产品，这就使其客户能在一场竞争激烈、极为残酷的游戏中增加胜算。

金融服务公司的子公司

与非盈利性投资管理人相对的是各种金融服务公司的货币管理子公司。除了盈利型货币管理所固有的冲突之外，在规模更大的金融服务公司管理下的共同基金，还将个人投资者置于其他一些危险之中。如表 3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所描述的，花旗集团、摩根士丹利和美林证券管理着数额最大的隐藏着冲突的资产，但是附属基金的资产基础与富达、先锋和资本集团等独立的行业巨头比起来就相形见绌了。前五大附属基金的总资产达到2340亿美元，而前五大独立基金的资产则为2万亿美元。

表 3 各种金融服务公司的共同基金资产管理规模

基金管理人	截至2003年12月31日时的资产(十亿美元)
花旗	66
摩根士丹利	64
美林	58
高盛	25
摩根大通	21

来源：晨星公司。
备注：不包括货币市场的资产。

让我们看一下在推进各种金融服务母公司的利益这项事业中可能出现的共同基金资产滥用情况。母公司可能会为客户认购新发行的证券。如果事实证明发行的证券很难进行分销，那么共同基金的子公司就可能申购一些份额，从而使发行取得成功。进行认购的客户关注后市业绩。如果发行后的业绩不佳，那么共同基金的子公司就可能去持有客户公司的部分股票以提升股价。母公司的客户公司可能需要他人代投票，才能成功进行争夺式收购或者在更普通的公司治理措施中获胜。也许共同基金子公司所持有的股份是以取悦母公司客户的方式进行投票。①

如果公司的某一个部门希望基于事实做出脚踏实地的投资决策，而该公司的另一部门却希望迎合客户的要求，那么冲突必然就会进一步发展。严肃认真的投资操作不会在多部门的综合金融服务组织中出现。

① 甚至在代表公司投票这一非常普通的作用上，金融服务公司的货币管理活动和其他的业务活动都会出现冲突。根据SEC在2003年8月19日发布的新闻，德意志银行旗下的德意志资产管理公司在2002年3月15日代表它的客户们，向它管理的惠普公司股票投了1700万票反对合并康柏电脑的提议。接着，惠普的管理层通过请求德意志银行的投资银行部获得了“向德意志资产管理公司的投票委员会做最后陈述”的机会。在得知惠普与德意志银行有大量的银行业务关系以后，投票委员会“重新进行了投票，并对这场合并改投了赞成票”。SEC向德意志银行罚款750,000美元，并不是因为改变投票违背了它的信托责任，而是因为它没有披露这一利益冲突。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在忠诚于谁的问题上出现的分歧在共同基金业产生之初就出现了。道富投资公司的创始人兼哈佛大学的财务主管保罗·卡波特在1929年3月的《大西洋月刊》上发表了一篇直言不讳的文章《投资信托》。卡波特发现"两种常见的权力滥用正发生在投资信托身上。第一，投资信托的运作别有用心，并不是主要为了实现股东的最大利益；第二，投资信托主要被用作证券的保管者，否则证券就不能进行交易"。卡波特接着指出了"证券发行公司将它的一部分新股份卖给它自己的受托基金机构"所隐藏的危险，以及"由银行和经纪公司运作的受托基金机构"所经受的诱惑。

卡波特向纽约证券交易所的一个委员会证实：投资信托的滥用源于"(1)不诚实；(2)粗心和能力欠缺；(3)贪心"。尽管卡波特明确地表述了投资信托广泛存在的各种问题，并有充分的证据来支持他的说法，他还是提出了(也许是创造性地提出了)这个行业所赞成的解决方法——"宣传教育"。卡波特直截了当地指出所有"补救性的法规只会妨碍高水平的管理，并不能保护大众"。

卡波特关于投资信托滥用的言论强劲有力，SEC委员罗伯特·希利在国会听证会上为通过《1940年投资公司法案》做证言时就引用了这些话(而没有引用卡波特对合适的政策回应所提出的无能为力的建议)。希利除了大篇幅引用了卡波特的文章之外，还将投资信托比喻为"垃圾倾倒场"。《1940年投资公司法案》最终禁止投资公司申购某一投资公司的附属公司所承销的证券。《1940年投资公司法案》直接假设对广泛存在并且证据充分的滥用做出狭义的回应，这就解决了一种很明显的利益冲突。

随着时间的推移和记忆的淡化，共同基金业又进行游说，要求放松申购附属公司所管理证券的限制。1958年，SEC通过一项条例，允许投资公司向附属公司认购价值最多占3%的证券。到1979年，时间又推移了更多，记忆也淡化了更多，SEC又将这一限制提高到发行额的4%。最后，到1997年时，SEC允许的认购量已达到发行额的25%，因为出于"共同基金业迅速发展的考虑，再加上承销业日益集中，以及基金与承销商的业务从属关系日益紧密，这些都使原来的百分比限制过于严格"。很明显，SEC是出于对共同基金业的考虑，并不是为了满

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足投资大众的需要。

当今金融服务附属公司的共同基金业务活动就是 20 世纪 20—30 年代共同基金滥用的重演。SEC 投资管理部的前任官员莫赛尔·布拉德指出："基金被用作垃圾倾倒场。"SEC 的前任律师爱德华·席德尔说："你想表明自己不但能卖出，还能保管这个产品。你越能做到这一点，你对客户将越有吸引力。"虽然信息披露不足以使我们对金融服务公司的冲突做出可靠的结论，但美国《彭博新闻》对 SEC 的 108,000 条记录做了研究，得出的结论是：投资银行的附属基金持有"它们的客户公司中过多的股份"，共同基金子公司的"饼干罐"对其母公司来说是一个难以抵制的诱惑。

限制共同基金申购附属公司所承销证券的历史，突显出了对投资公司权力滥用采取的监管措施中存在的问题。首先，事实证明法规的作用范围相比问题存在的广泛程度是不够的。《1940 年投资公司法案》和 SEC 处理的只是承销发行的申购份额，也就是证券的一级市场。多部门的金融服务公司很有可能会利用二级市场，并牺牲共同基金持有者的利益为其客户谋取利益。第二，只有在问题持续受到大众和监管当局的足够重视时，法规才能保持效力。如果问题太复杂而令大众费解，那监管者往往就会忽视这个问题。如果问题存在时间过长，监管者就会失去兴趣，从而使该行业的辩护者占据上风。最后，损害大众注定会让该行业获胜，但监管当局却忽略了这一点。

高成本的指数基金管理

与选择一家盈利性的公司相比，聘用一个非盈利性投资管理人的成本优势是很难衡量的。在主动管理领域，由于缺乏同类比较，非盈利性投资管理人的价格优势并不明显。收取的费用取决于投资策略的性质、投资组合管理人的品质、以往的业绩记录、资产管理规模的大小和其他一些特殊因素。盈利型的基金管理人可能会用众多理由中的任何一个来为他们的费用差异做辩护，不管这个理由多么的可笑。

指数型基金的管理情况却是完全不同的。指数型基金被动地模仿市场的特点，是基金管理界里的纯商品。管理指数型基金不需要特别

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的策略，不用依赖经过专门训练的人员，也不会创造出有新闻价值的业绩记录。当管理下的基金达到一个合适的规模时，规模就不再起作用了。和主动管理的领域相反，被动管理的情况非常简单。

经济学理论教给我们单一定价理论，即在自由竞争的市场上以相同的价格出售相同的商品或服务。在管理指数型基金时，各种服务供应商收取的投资组合管理费用应该是相同的，或者是基本相同的。否则，理性的客户就会将他们的基金从高成本的供应商转移到低成本的供应商，从而迫使那些贪心的（或者说低效率的）基金管理公司降低价格或者退出这个行业。

但经济学理论在现实中却没有奏效。在2002年的一项研究中，晨星公司发现57只S&P500指数基金收取的费用都要高于先锋集团0.18%这一市场最低的年度费率。先锋集团以外的指数基金管理公司平均年度费率高达0.82%，有足足20家公司收取1.2%以上的费用，更有一家公司以2.18%的费率给投资者造成沉重打击。高成本基金旗下的总资产管理规模超过570亿美元，这不是一笔小数目。

如果这些昂贵的指数基金都是来自一些声名狼藉的投机公司，那么投资者得出的结论可能就是：那些选择高成本基金的可怜的笨蛋理所应当为逊色于被动管理的投资结果付出高额的主动管理费用。但事实上，在高费用的指数型基金管理公司中包含两家在投资管理界大名鼎鼎的公司——摩根士丹利公司和斯库德投资公司。

仔细看一下摩根士丹利S&P500指数型基金会发现一个可怕的问题面。该公司独立发行三个级别的基金份额。A级基金份额遭遇高达投资额5.25%的前端费用，B级和C级基金份额遭受的不幸表现为不易察觉的递延销售费用，所有级别的基金份额每年都要交纳高得离谱的费用。

摩根士丹利S&P500指数型基金每年收取0.50%的“管理费用和其他费用”。相比之下，先锋集团对旗下的普通投资者基金份额和旗舰基金份额每年分别收取0.18%和0.12%的费用，“很多长期持有的投资者和投资额巨大的投资者”可以申购旗舰基金。摩根士丹利向A级基金份额收取0.23%的“销售和服务费（即12b-1费）”，而向B级和C级基金份额收取的比例则是1.00%。先锋集团不收取这些费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费用积少成多。摩根士丹利持有期短的客户受到伤害，因为前端销售费用或随机销售费用将收益蚕食掉了。如表 4 所示，假定账户中有 10,000 美元，持有 1 年先锋投资者基金的投资者要付费 18 美元，而摩根士丹利 B 级基金的持有人要为同样的服务付费 653 美元。对于 10 年的持有期，由于经纪公司的前端销售费用被分摊到多年里，随机销售费用也蒸发殆尽，两家公司在费用上的相对差异不存在了，但以美元计算的绝对差异却增加了。先锋一般账户的持有人 10 年交纳 230 美元。相比之下，摩根士丹利 B 级基金的持有人则需要交纳 1,791 美元。

表 4 指数型基金的费用变化多端投资 10,000 美元、产生 5%的年收益要交纳的费用(美元)

	持有期			
	1 年	3 年	5 年	10 年
先锋投资者基金	18	58	101	230
先锋旗舰基金	12	39	68	154
摩根士丹利 A 级基金	596	746	910	1,384
摩根士丹利 B 级基金	653	774	1,018	1,791
摩根士丹利 C 级基金	252	471	813	1,779

来源：先锋集团；摩根士丹利。

对于有资格申购成本超低的先锋旗舰基金的投资者来说，情况要更好一些。在 5 年的持有期里，先锋集团优先基金的持有人只需花费 68 美元，这还不到每种摩根士丹利基金所收费用的 10%。对于管理良好的指数型基金，低成本会给投资者带来非常明显的优势。

即使忽略销售费用带来的影响，摩根士丹利 S&P500 指数型基金的投资者面临的情况也是很糟糕的。表 5 就说明了这一情况。截至 2003 年 12 月 31 日的 5 年里，A 级基金的年收益率是-1.28% ，其业绩要比 B 级基金-2.04%的年收益率和 C 级基金-2.03%的年收益率高出许多。A 级基金的情况要比 B 级和 C 级好，因为上述结果忽略了 A 级基金前端费用的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表 5 即使忽略销售费用的影响摩根士丹利的业绩仍然不佳
截至 2003 年 12 月 31 日的总收益(%)

	1 年期	5 年期
摩根士丹利 A 级基金	27.82	−1.28
摩根士丹利 B 级基金	26.84	−2.04
摩根士丹利 C 级基金	26.91	−2.03
先锋投资者基金	28.50	−0.63
S&P500 指数	28.67	−0.54
理柏 S&P500 基金指数	28.25	−0.88

来源：晨星公司；先锋集团；理柏公司。

摩根士丹利的费用结构不能让人原谅，它使该公司的 S&P500 指数型基金的收益没有跑赢指数。在 5 年的时间里，A 级基金的年收益率差额为 0.74%，B 级和 C 级基金分别为 1.50%和 1.49%。相比之下，先锋集团低成本、对基金持有人友好的管理方法给投资者带来的收益只比指数低 0.09%。

比较其他指数型基金的收益，更使摩根士丹利的 S&P500 指数型基金无地自容。路透集团旗下的理柏公司专门提供共同基金的各种数据，让我们看一下理柏公司根据前 30 只指数型基金所做的平均加权指数。摩根士丹利 B 级基金在该公司的 3 类基金中业绩最差，但它凭借规模在理柏研究的一组共同基金中赢得了一席之地。摩根士丹利在 5 年里的收益比理柏的平均指数低 1.16%，明显位列最后的 1/4。规模稍小的 A 级基金和 C 级基金没能入选理柏按规模选择的基金名单。然而，A 级基金的收益比理柏平均指数低 0.40%，C 级基金低 1.15%，就算这两只基金包含在理柏公司选取的那组基金里，它们也同样处于最后 1/4 的位置。与此形成鲜明对比的是，先锋投资者基金为理柏选取的那组基金制定了一个标准，它的年收益率只比理柏的平均指数低 0.25%，它带来的收益是其他任何基金管理人都无法相比的。

摩根士丹利指数型基金的收益差额有一部分原因在于该产品的品质较次。2002 年 10 月 30 日，摩根士丹利 S&P500 指数型基金的招股章程指出"该基金的投资组合由增强型的核心团队进行管理"。摩根士丹利的客户虽然交纳了很多荒唐的费用，但在该基金存在的前 6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年时间里，他们并没有得到一支尽职尽责管理指数型基金的团队。一个乐观的进展是，2003 年 9 月 30 日，其补充章程声明“该基金由指数基金团队进行管理”，这也算减轻了摩根士丹利指数型基金持有人所遭受的众多痛苦中的一种。当然，摩根士丹利的指数基金团队缺乏经验，管理的投资组合规模也较小，他们根本就没有对先锋集团那些经受过时间考验的指数基金管理人构成竞争。

假设一个客户想投资摩根士丹利的指数型基金，虽然有一长列的理由不选择该公司发行的基金。在摩根士丹利 A、B、C 级基金之间做选择的投资者面临着一系列令人眼花缭乱的选择——现在付费、以后付费，或者现在和以后都付费。举个例子来说明其中的复杂性，B 级基金和 C 基金的一个重要区别在于 B 级基金可转换，而 C 级基金则不可以，期限是在“基金认购当月的最后一天起”10 年内。很明显，这种复杂性给摩根士丹利的金融顾问和他们的客户都带来了困扰。2003 年 11 月，该公司为不恰当的销售活动赔款 5,000 万美元，原因包括没有将恰当的基金类别销售给投资者，以及忽视了将他们的特殊销售动机告知客户。

SEC 允许摩根士丹利采用华尔街惯用的含糊其辞的办法，在没有“承认或否认罪行”的情况下做出赔偿。摩根士丹利没有承认也没有否认的一项罪行就是其经纪人销售了过高比重的 B 级基金。由于 B 级基金的年度费用较高，他们倾向于将这个最昂贵的产品展现给投资者也就不足为奇了。事实上，摩根士丹利 S&P500 指数型基金的招股章程中已经透露 B 级基金在披露文件所描述的各个不同的持有期——1 年、3 年、5 年和 10 年中，成本都要稍微高一些。《华尔街日报》以一种巧妙而保守的说法指出：“摩根士丹利的经纪人再也不能依靠向客户兜售 B 级基金来赚更多的钱了。”这篇文章进一步指出有些投资者“直到看见确认书或每月的账单时”才知道自己购买了 B 级基金，这既谴责了经纪人，也批评了客户。

SEC 向摩根士丹利罚款 5000 万美元的另一部分原因在于摩根士丹利赋予自己旗下的基金优惠待遇。该公司的经纪人销售自己的产品会得到更高的佣金，但却没有将这一行为告知客户。SEC 执法部主任斯蒂芬·库特勒(Stephen Cutler)指出：“对投资者来说，最重要的莫过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于从专业投资人士那里获得客观的建议，或者知道自己将要得到的建议并非是不偏不倚的。简单地讲，摩根士丹利的客户并不知道该公司为什么要向他推销某一只特定的基金。”摩根士丹利的经纪人兜售的该公司 S&P500 指数型基金让他们的客户付出了昂贵的代价。

在 2003 年 11 月向 SEC 支付 5000 万美元罚款之前，该公司刚在 2003 年 9 月向美国全国证券交易商协会(NASD)支付了 200 万美元。据 NASD 所言，摩根士丹利的经纪人参与了多场“明令禁止的销售争夺战”，旨在“推销摩根士丹利的共同基金”。宣布这一谴责和罚款的新闻在开头指出：“在 1999 年 10 月到 2002 年期间，该公司组织了 29 次促销活动，向客户提供‘小甜甜’布兰妮和滚石乐队的音乐会门票、NBA 决赛的门票、高性能跑车培训学校的学费和度假地的旅行。”很显然，摩根士丹利在组织这些促销时，良心上是有负罪感的，并且试图“向大众隐瞒它致力于销售自己旗下共同基金的事实，从而尽量避免公关危机。”在接受罚款和谴责时，摩根士丹利没有承认也没有否认这项指控。

正如摩根士丹利的高价指数型基金这个案例所表明的，追求利润的共同基金公司有时会伤害投资者的利益。问题在于什么样的市场失灵会使盈利性共同基金伤害它们的客户。问题的关键在于见多识广的大型金融服务公司与知识欠缺的单个投资者之间是对立的。事实证明，结果很容易预测，那就是利润获胜，投资者落败。

共同基金的董事们并没有向散户投资者提供丝毫帮助。以基金持有人为导向的董事可以为管理共同基金商定出公平合理、有竞争力的费用。他们可以阻止过多地收取 12b-1 费，他们可以行使权力将管理共同基金资产的合约让度给一家成本更低、服务质量更高一筹的公司，比如先锋集团。与此相反，摩根士丹利的雇员和同党组成了一个以金融服务公司为导向的董事会，他们积极批准一些私下签订的合约，这使得摩根士丹利牺牲该公司缺乏经验的客户的利益来获取不合理的利润。即使是在经 SEC 批准的外衣下进行管理，偷窃始终都是偷窃。

对于主动管理型的投资组合，共同基金的董事们有机会对高于市场平均水平的费用进行合理解释，他们一般都奢望运气或者技巧可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会带来超越市场平均水平的收益，但指数型基金的管理界并不允许这种解释。摩根士丹利 S&P500 指数型基金的董事们知道其基金持有人的收益肯定要低于竞争对手，因为不合理费用、12b-1 费和过高管理费用的共同作用造成了巨大损失。利润支配着信托责任。

在为机构进行基金管理的领域，投资管理服务的买卖双方在还算平等的条件下进行交易。买方的专业人士会仔细审查卖方的货币管理人，表现可谓尽职尽责，并共同商定出双方都能接受的合约条款。不管最后的结果如何，至少机构资产管理者参与了一场公平的角逐。

对于个人投资者，政府试图通过立法和监管来解决地位不对等的问题。但不幸的是，事实证明，政府就如同漫画中那个愚蠢的拳击手乔·帕鲁卡，根本不是货币管理基金业这个重量级拳击冠军的对手。当政府意识到货币管理业带来了损害时，立法机构和监管当局的回应不但缓慢而且效率极低。当政府制定出一套法规来对付一种为人所知的损害时，该行业挥舞重拳发起有效的反击，并找到了取胜的新方法。不管是政府干预还是个人自己积极想出来的办法，都不能挫败共同基金公司的贪欲。

立法和监管活动

公众意识到共同基金公司对投资者的损害已经到了无法容忍的程度，这最终导致了公众的强烈抗议，要求改革和赔偿也就在意料之中了。SEC 和美国国会是监管体系的主要角色，它们运用监管和立法这两项工具来影响共同基金的行为活动。但对投资者不幸的是，监管措施的改革很少能发挥作用。在大多数情况下，监管者忽略了许多复杂而隐蔽的问题，只解决了一些最基本、宣传非常广泛的问题，有关当局总是在丑闻曝光后才做出反应。当监管者出手对付共同基金诈骗时，共同基金业就会不停地对一项明令禁止的谋利方案做变动，这就使监管者对恶劣行为的抑制失去了作用。最终，这个监督过程偶尔竟会制定出一些荒谬的规章制度，为共同基金管理公司充实资金提供了一些可供使用的新方法或避风港。

针对共同基金资产管理中层出不穷的问题，信息披露是一种受欢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迎的举措。事实上,SEC 的网站就指出:“美国证券业的法律和条例都源于一个简单易懂的观念：所有的投资者，不管是大型机构还是个人，都应当在购买某一投资产品前被告知关于它的一些基本情况。”信息披露能使大型机构投资者获益,因为它们能够理解信息披露的内容,并根据这些信息行事,但对个人投资者却没什么帮助。共同基金管理人只会简单地遵从信息披露的字面要求(如果没有领悟到它的精神实质)。个人投资者忽略了这些信息。损害继续迅速蔓延。

规章制度

投资者要重复面对的问题就是监管活动的重点和范围。SEC 和国会愿意解决那些简单易懂、备受关注的问题，却留下那些更为复杂、不被注意的问题继续损害投资者的利益。2003 年的基金丑闻暴露出延迟交易和软性费用的问题,这就体现出监管者倾向于处理简单的问题而忽视复杂的问题。延迟交易——一种很容易发现的明显违法活动——受到了大量的监管审查。延迟交易之所以能引起人们的注意是因为它被明确认定为个人犯罪,这就使得监管者和新闻机构能将它公之于众。相比之下，软性费用——一个非常隐秘的投资者收益蚕食者——受到的关注就要少很多。即使几十年来监管者已经意识到了使用软性费用的内在冲突，国会和 SEC 却极少关注这个对媒体不友善的话题。结果,共同基金公司继续使用复杂而不易察觉的工具来把投资者的财富转移到基金公司的账本上去。

即使是在监管当局直接对抗某些重大的损害时,共同基金业也会予以反击，寻找新的方法来损害投资者的利益。在过期定价的情况下,20 世纪 20—30 年代的交易商使用荒唐、唯利是图的“两价”制。由于《1940 年投资公司法案》不允许在今天以明天的价格进行交易,共同基金业在 20 世纪 40—60 年代就使用“向后定价”在今天以昨天的价格进行交易。在 1968 年 SEC 禁止了“向后定价”以后,共同基金管理公司又对多种类型的基金进行过期定价并从中获利,最为引人注目的是那些持有低流动性外国证券的公司。在共同基金业的 80 年历史中,监管者意识到了合理价格的重要性,也知道了需要那些机制来制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定合理的价格。遗憾的是，行业压力和监管者的无能共同发挥作用，使得共同基金业总是比监管者的管制措施先行一步。

监管者的刺激会使共同基金业做出反抗性的回应，除此之外的一个深层问题是荒谬的立法或监管活动也会给投资者的地位造成损害。用过高的佣金来为基金公司创造回扣，在 1975 年得到了监管者的鼓励，因为国会提供的一项立法允许 SEC 为使用软性费用规定一个“避风港”。征收营销费用对投资者造成的直接伤害在于费用导致收益减少，间接伤害在于费用引起资产增加，但 SEC 为共同基金业创立的 12b-1 费用规则却使这项费用获得了正式认可。软性费用和 12b-1 费使人们在善良的吉柯身上看到了邪恶的爱德华·海德的面孔，并表现出了“投资者代言人”具有类似海德的邪恶品质。（吉柯和海德的故事在英语世界里家喻户晓，形容有善恶双重性格的人。）

也许在将来，立法者或者监管者会做出正确的决策并废除过期价格、软性费用和 12b-1 费。即使如此，共同基金业的发展历史一次又一次地证明：规章制度所提供的解决方法充其量也只是暂时的。共同基金业和华尔街在强烈牟利动机的驱使下，会想出创造性的方法来规避那些保护投资者的措施，或者削弱这些措施的效力。

信息披露

一个最受欢迎的监管手段就是向投资大众披露一些有关的事实。倡导坦诚地、全面地、越来越多地进行信息披露的人相信：投资者在经过仔细考虑做出投资决策之前，对发行文件里包含的信息进行了深思熟虑的评价。即使投资者没有阅读和理解信息披露文件，那么仅仅是要求基金公司进行信息披露，也许就能防止它们进行不利于投资者的活动。但不幸的是，信息披露并没有让投资者受益。

我们可以看一下先锋 500 指数型基金的发行文件。管理指数型基金是投资界最基本的活动之一。先锋的招股章程有 37 页，包括很有用处的“投资术语词汇表”、6 页的“账户登记表”以及扩展视野的“先锋基金和账户一览表”。2003 年 4 月 28 日发表的“附加信息声明”又有 46 页，而 2003 年先锋 500 指数型基金的年度报告总共只有 34 页。很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少有投资者会花时间将这些金融的文章一页页看完，即使这些文章遵从了 SEC 所提出的使用“浅显易懂的英语”这一建议。

要得到先锋的招股章程是很容易的，因为向潜在投资者发放章程就为争取到一笔投资构建了法定前提。发行文件可以在网上获取，也可得到更传统的表格形式，它提供了指数型基金的简介、各种指数型基金的介绍、投资顾问的情况以及申购基金份额的程序。谨慎的投资者会特别注意基金投资目标、投资策略、费用情况和以往业绩等方面的信息披露。

但招股章程仅仅是个起点而已。细读招股章程，认真的投资者将发现它会提到“附加信息声明”(即 SAI)“通过引用被纳入招股章程，并且是其中合法的一部分”。即使发行文件的主体部分就在先锋集团的网站上，任何可以上网的人都能够下载，但要得到 SAI 需要提出特殊申请并等待像蜗牛一样的慢的普通邮件将它寄来。难怪《华尔街日报》的卡伦·达玛特(Karen D'Amato)将 SAI 戏称为“总是被忽视的东西”。先锋集团雇佣美国邮政服务公司来寄送一份电脑打印的“附加信息声明”，伴随生产成本、寄送费用和时间迟滞而来的是低效率，这样先锋集团就阻碍了投资者获得敏感信息。

先锋 500 指数型基金的 SAI 有 46 页，它包含了受托人的利益冲突、基金份额的所有权和服务酬金等方面的信息。披露的信息中有的很精确，比如它指出受托人的基本工作是管理 112 只先锋旗下的共同基金，他们每人每年获得的薪酬是 108,000 美元，也有一些很含糊，比如在受托人持有的基金类型上标示为“无”、“10,000 美元以下”、“10,001 美元至 50,000 美元”、“50,001 美元至 100,000 美元”和“100,000 美元以上”。对公司治理感兴趣的投资者会发现先锋 CEO 约翰·布伦南是“相关受托人”，也会注意到他在先锋的股票型基金中是否拥有股权。

即使先锋集团一般都把投资者的利益放在至高地位，它的基金持有人可能也想知道该公司的证券交易策略是怎样的。只有仔细读了 SAI 的 B-26 页，投资者才会发现一些线索表明该公司也涉足了软性费用这个泥潭。先锋集团模棱两可地说道“公司可能会考虑那些”为各只基金“提供了统计信息和其他服务的经纪人”。对于一个不可原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谅的行为，先锋集团为自己做了蹩脚的辩护，声称“会运用最佳的判断力挑选出最有能力提供最优价格和最佳执行能力的经纪人”。但是，将“单纯的执行”和“单纯的执行加其他服务”等同起来的谎言仍在继续。即使先锋基金作为以投资者为导向的机构几乎是一枝独秀，但它在 SAI 中批露软性费用时有所隐瞒，这让投资者非常沮丧，因为，他们发现了该公司在运营中令人不满的一个方面。

共同基金的季度、半年度和年度报告构成了信息披露三部曲的第三部分。先锋在 2003 年月 12 月 31 日发布的年度报告可以在互联网上获取，并且又成为一种非常容易得到的材料，它覆盖了一系列关于投资组合的有用信息，包括费率水平、近期业绩和总体市场条件等方面的信息。对于那些能注意到小号字体的投资者，该报告包含了一个详尽的证券持有权一览表。

谨慎的投资者面临一项艰巨的任务，那就是在申购先锋 500 指数型基金之前要阅读一份厚达 149 页的信息披露文件。在很容易就可以得到的发行文件中，每一页都充满着关于指数化优越性的信息。更令人担忧的信息深藏在 SAI 中没被发现，并用非常不坦诚的话语进行了掩饰。如果连先锋集团这个共同基金业的精英都在信息披露的某些方面得到了低分，那么又能指望那些普通的共同基金集团获得什么样的分数呢？

信息披露最根本的问题在于个人投资者不能全部读完那些一页又一页晦涩难懂的文件。就纸张消费能力而言，所有名列前茅的共同基金公司都以其数量众多的材料使投资者应接不暇。如表 6 所示，太平洋投资管理公司的文件以 236 页的总数高居榜首。富达可谓是这组公司里的“胆小鬼“，可它也有 127 页的文件，令人印象深刻。也许，一个基金管理公司如果想要隐瞒令它感到难堪的信息，最有效的方法就是把这些信息深深地埋葬于某只基金的发行文件里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6　投资者面临一个纸质的丛林　共同基金的信息披露文件(页数)

基金管理公司	基金	招股章程	SAI	周期性报告	总页数
富达	麦哲伦基金	22	37	40(年度报告)28	127
资本集团	AMCAP	32	70	36(年度报告)	138
先锋	500 指数型基金	37	46	34(年度报告)32	149
AIM/景顺	AIM 旗舰股票型基金	32	113	29(年度报告)28(半年度报告)	202
太平洋	总收益基金	54	143	39(年度报告)	236

来源：富达集团；资本集团；先锋集团；AIM/景顺；太平洋投资管理公司。
备注：各文件的发布日期如下：
富达招股章程(5/28/04)，SAI(5/28/04)，年度报告(3/31/04)，半年度报告(9/30/03)。
资本集团招股章程(5/1/04)，SAI(5/1/04)，年度报告(2/29/04)。
先锋招股章程(4/23/04)，SAI(4/28/03)，年度报告(12/31/03)，半年度报告(6/30/04)。
AIM/景顺招股章程(4/30/04)，SAI(3/3/04)，年度报告(12/31/03)，半年度报告(6/30/04)。
太平洋招股章程(7/30/04)，SAI(7/30/04)，年度报告(3/31/04)。

SAI 的派送方法引发了对大量共同基金公司承诺进行信息披露的怀疑。先锋集团、另类投资市场的美国景顺集团(AIM/景顺)和太平洋投资管理公司强迫投资者打电话索取 SAI，接着又让他们等待通过蜗牛一样慢的普通邮件接收 SAI，使用高代价而低效率的派送方法足以证明一个公司是否想告知投资者某些信息。虽然将来 SEC 可能规定公司在网上提供 SAIs，但共同基金业曾经不愿意与投资者共享一些必须进行的信息披露，这是该行业的声誉上一个永久的污点。

信息披露并不是一种保护投资者利益的方法，很少有投资者会花时间和精力去阅读信息披露文件的内容并从中受益。即使一个投资者收集并研究了相关的材料，很多问题只有最出色的专门研究市场的人士才能理解。信息披露在运行的同时又是非常冗长和极其低效的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章小结

共同基金业根本性的市场失灵在于经验丰富、追逐利润的金融服务提供商和缺乏经验、追求收益的投资产品消费者之间缺乏互动。华尔街和共同基金业的牟利动机战胜了信托责任，这就导致了一个完全可以预料的结果：除了在一些个别情况下有些人凭借不寻常的技能或者不可靠的运气获得了成功，强大的金融服务业依靠剥削脆弱的个人投资者来为自己谋利。

基金管理公司的所有权结构在决定投资者的成功几率方面发挥着作用。共同基金投资者所面临的最大挑战来自于那些要为公众股东提高收益或者要为母公司创造利润的投资管理公司，在这两种情况下，创造利润和信托责任之间的矛盾非常突出。如果一个基金管理子公司隶属于一个多部门的金融服务公司，那么滥用投资者资产的机会都会增加很多。相比之下，盈利性的私人投资管理机构则有机会扮演一个慈善资本家的角色，出于对投资者收益的考虑，它们弱化了自己的牟利动机。但投资者的利益只有在非盈利领域才被放在中心位置。

投资者申购由非盈利性机构管理的基金是最成功的举措，因为这种管理公司一心致力于为投资者的利益服务，不存在牟利动机与管理人信托责任之间的冲突，公司的利润率不会妨碍投资者的收益，也不会有外界公司的利益与选择投资组合的管理方式相冲突。非盈利性的公司将投资者的利益放在首位。

对投资者来说幸运的是，有两家大型的基金管理机构奉行为投资者利益服务的公司理念，并遵循很高的信托标准。先锋集团和 TIAA-CREF 都是在非盈利的基础上运营的，这就使它们在管理基金的过程中将投资者的利益放在至高无上的地位。先锋集团和 TIAA-CREF 强调提供高质量低成本的投资产品，这就为个人投资者提供了构建投资组合的重要工具。

最终看来，非盈利性投资管理机构旗下的被动型指数基金是最有可能实现投资者愿望的组合。正如密斯凡德罗（Miesvander Rohe）的那句名言——“少即是多”，投资指数型基金的死板方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定了主动型基金管理是无比复杂的。跟随一个一心致力于满足投资者利益的公司进行投资，可以将委托人和代理人统一起来，并将投资方程简化为最基本的形式。由于共同基金界范围极广而且非常复杂，投资者偏爱的解决方法独一无二并且显而易见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Measuring Investment Gains and Losses

附录1 投资盈亏的衡量

大多数投资者在衡量业绩时，只简单地考查收益率。如果事实证明绝对收益足够多或者相对收益率足够高，那投资者就宣告成功了。如果中间不发生现金流动，也就是说所有的资金都已预先支付时，简单地评价收益率就可以说明全部的情况。

而当投资者选择定期的现金流动时，这些流动的时机选择就在一些重要方面影响着投资结果。但简单地考查收益率，不足以解释中期现金流动的影响。当暂时的资金投入或撤出改变了投资者的风险情况时，以美元衡量投资者的收益和亏损是大有裨益的。通过把投资业绩带来的收益（或亏损）从投资者的投入（或撤资）中分离出来，可以计算出投资净收益（或净亏损）。如果投资者在低价时投入资金并在高价时撤出资金，这项分析可以得出他们的总收益。低买高卖对投资者有利。相反地，如果投资者的买入价高于卖出价，这项分析可以得出他们的总亏损。高买低卖伤害了投资者。

由于共同基金管理人不会每天对其管理的资产进行信息披露，要评价投资业绩和投资者现金流动两者的混合体，就要求对投资者资金流入和流出的时机选择做一些假设。以美元计算技术基金的亏损额时，使用了资产管理规模的年度数据和投资业绩的季度数据。这项分析将各季度由非业绩因素导致的资产变化（即投资者的资金流入和流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出)分摊到每年已知的某些时间点上。如果不像实际生活中发生的那样将全年的现金流动进行分摊，那么，每年的资产变化中有过多的部分似乎都是由投资业绩导致的。这项分析假设投资者每个季度进行一次资金投入(或撤出)，这使它看起来更贴近实际情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

The Arnott, Berkin, and Ye Study of Mutual-Fund Returns

附录 2 阿诺特、柏金和叶甲对共同基金收益的研究

2000 年夏，阿诺特、柏金和叶甲在《投资组合管理杂志》上发表文章《20 世纪 80—90 年代的应课税投资者享受到了怎样的服务》，考查了共同基金在 20 年间的收益情况。这篇文章应该在投资类的文献中占据显著地位，因为它的作者们做了非常深入细致的工作。这项研究还因为考虑了税收问题并包括了失败的基金业绩而享有特殊的声誉。这项研究另一个值得注意的方面，是它采用一个可供投资的产品——先锋 500 指数型基金作为衡量投资成功和失败的标准。使用先锋的被动管理型账户的优点在于使用的是一种个人投资者在实际生活中可以选择的产品，但缺点在于它和共同基金业的市值特点不相符。

在对共同基金业绩的研究中，很少会认真着手解决税后收益这个棘手的难题。由于收集了共同基金的分销数据和历史上的税率资料，这三位作者计算出了税收对投资收益的影响。毫无疑问，这项工作巨大的重要性阻止了别人进行类似的研究。作者留给后人的研究对象只有州税令人伤透脑筋的复杂性。

阿诺特团队考查了“所有的股票型共同基金，它们在 1979 年、1984 年或 1989 年的资产规模至少有 1 亿美元，包括后来消失不见的基金”。三位作者收集的数据包括已关闭的基金或并入其他基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的基金，它们已身临投资失败的危险现实，否则将会有很乐观的基金业绩。

表 A.1 投资失败对业绩造成重大损失相对于先锋 500 指数型基金的税前业绩（每年%）

时间段	考虑生存偏差的业绩差额	不考虑生存偏差的业绩差额	生存偏差的影响
10 年	3.1	3.5	0.5
15 年	3.5	4.2	0.7
20 年	1.8	2.1	0.4

来源：阿诺特等. 投资组合管理，总第 26 期，2000 年第 4 期。
备注：由于四舍五入，各项数字相加或与总计数字略有出入。数据反映的时间段截至 1998 年 12 月 31 日。

在阿诺特的研究中，1979 年时有 195 只股票型共同基金，总资产超过 1 亿美元，而在这 20 年研究过程中，有 33 只基金（占总数的 17%）消失了，幸存下来的 162 只基金比先锋 500 指数型基金的收益平均每年低 1.8%。如果算上消失的 33 只基金的收益，阿诺特和他的同事发现，两者的业绩差额增加到每年 2.1%。表 A.1 详细说明了考虑已消失基金的收益带来的影响。对生存偏差做校正以后，会发现幸存的共同基金带来的收益高于消失的共同基金，这个趋势对已公布的共同基金收益情况具有实质性的影响。

使用先锋 500 指数型基金让阿诺特可以在被动管理型基金和主动管理型基金之间做一个同类比较。不幸的是，市值偏差即使用大市值的先锋 500 指数型基金是这项研究一个潜在的错误根源。先锋 500 指数型基金模仿 S&P500 的收益，而这个尺度由大市值的证券所支配。由于共同基金管理人是在所有的证券中进行选择，而不是仅从 S&P500 中选择，所以选择一个范围更广的市场尺度可以提供一个更合理的基准。威尔希尔 5000（Wilshire）的名字有点不恰当，因为截至 1998 年 12 月 31 日，这个指数实际上包含了 7,234 只股票，几乎包含了在美国上市的所有证券，它就可以作为一个更合理的衡量主动管理收益的标准。

在阿诺特的研究期内，市值较小证券和市值较大证券的相对业绩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以部分解释先锋 500 指数型基金与一个广泛的共同基金管理人团体之间的收益差异。在 1998 年 12 月 31 日之前的 20 年里，S&P500 比威尔希尔 5000 平均每年高出 0.3%，这就意味着大盘股相比其他范围更广的股票，赚取到了溢价收益，而共同基金正是从后者中选取股票构建投资组合。如表 A.2 所示，在 10 年和 15 年的时间段里，大盘股表现出更大的优势。

表 A.2 S&P500 指数和 Wilshire5000 指数的业绩

时间段	S&P500 指数	Wilshire5000 指数	差异
10 年	19.0	18.1	0.9
15 年	17.7	16.7	1.0
20 年	17.5	17.2	0.3

来源：彭博资讯(Bloomberg)；威尔希尔联合公司(Wilshire Associates)。
备注：数据反映的时间段截至 1998 年 12 月 31 日。

在阿诺特的研究中，有一部分是不考虑生存偏差的收益，根据它们衡量的主动管理人业绩过低可能有点夸大事实，夸大程度大约等于 S&P500 和 Wilshire5000 的业绩差异。例如，由于阿诺特在表 6.2 和表 6.5 的数据中剔除了生存偏差，这些数据夸大了按合理基准计算出来的业绩差额。这项研究还有一部分计算了获胜和失败的几率，以及胜出时的优势和落败时的劣势，生存偏差在这时也有影响。(这一部分排除了后来消失的基金，因为作者需要全部时间段内的记录来计算投资结果。)因此，表 6.3 和表 6.6 就夸大了胜率，高估了胜出时的平均优势，而低估了落败时的平均劣势。粗略地看一下这些数字就会得出一个算得上公平的结果，即市值偏差(20 年间对投资者的有利影响程度是每年 0.3%)大致抵消了生存偏差(20 年间对投资者的不利影响程度是每年 0.4%)。如果不考虑一些细微差别，事实仍然是投资者不大可能获得超越市场平均水平的收益。

阿诺特、柏金和叶甲进行的这项结构严谨的研究，极大地帮助了人们更好地理解共同基金的业绩。通过考虑共同基金的税收后果，并对生存偏差带来的收益夸大进行处理，三位作者得出了一个强有力的结论：理性投资者乐意接受被动管理型的指数基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Unconventional
SUCCESS

对《不落俗套的成功》的赞誉

共同基金的管理人和推销人不会喜欢大卫·斯文森缜密而睿智的个人分析，即由于基金业“对投资者的系统性剥削”而会遭遇“惨败”。大卫·斯文森是美国最成功和最富有正义感的理财经理之一，这本书集合了他的思想与智慧，他将会改变你对共同基金的看法。你早就应该听从他在这本好书中提出的那些极为简单的投资建议。

——约翰·C·伯格（John C. Bogle）先锋集团的创始人兼前任首席执行官

斯文森是最出色的。他总是一个先驱者，他在这本新书中所展现的投资之道不但绝妙，而且实用。

——巴顿·比格斯（Barton Biggs） 摩根士丹利前任首席全球战略师

一个传奇式的机构投资者向我们披露了很多利益冲突，这些冲突使大多数的金融服务公司都不会向个人投资者提供足够的产品。斯文森提出了明智的解决方法：通过交易所交易基金（ETF）或非盈利性共同基金公司购买低成本、低税负、模拟市场的基金。正如斯文森的《机构投资与基金管理的创新》是为机构投资者而写，这本《不落俗套的成功》是为个人投资者而写。

——伯顿·G·麦基尔（Burton G. Malkiel）《漫步华尔街》的作者

如果斯文森不是当今最优秀的捐赠基金管理人，那他也是其中之一。《不落俗套的成功》完美地总结了一个重要行业的弊病所在。这本书将指导读者做出更好的投资决策。

——麦克尔·F·普莱斯（Michael F. Price）MFP投资集团执行合伙人

非常不幸，在我们这个行业——货币管理的最底层，覆盖了一层厚厚的污泥，而斯文森的《不落俗套的成功》以了不起的方式详细地展示了这层污泥。这就是真相，全部的真相，丑陋的真相。如果你想躲开那些潜伏在货币管理中的陷阱，为自己省下大笔的钱财，那么你一定要读这本书。

——杰里米·格兰森(Jeremy Grantham) 波士顿投资公司GMO董事长

上架建议：经济 投资 个人理财

ISBN 978-7-5006-8708-5



www.cyb.com.cn
定价：36.00元

中青文图书
投稿热线：010-65516894
团购热线：010-65512035/65518034
读者信箱：book-reader@cyb.com.cn